

## INTRODUCCIÓN

El presente Informe de Coyuntura Económica consta de tres secciones. En la primera de ellas, se da cuenta del comportamiento de las principales variables económicas durante el transcurso del cuarto trimestre de 1994. En la segunda y tercera, se trabajan dos temas con mayor profundidad: el comportamiento de la industria manufacturera y el sector externo de la economía, con énfasis en la situación de la inversión extranjera y en las perspectivas de la balanza de pagos.

Lo resaltante del cuarto trimestre es la obtención, al cierre del año, de una tasa de crecimiento económico muy significativa, 12.5%, junto con la acentuación del proceso desinflacionario. Este último, en un período, no sólo de virtual estancamiento de la tasa de cambio sino incluso, de disminución en su valor nominal como ocurrió en el mes de diciembre cuando alcanzó su punto más bajo de los últimos catorce meses.

Un aspecto que estaría marcando una diferencia importante, respecto de anteriores procesos de reactivación, es el dinamismo que, por segundo año consecutivo, experimentó el rubro de la inversión. Incluso, cifras preliminares del INEI han llegado a situar en un 30% del PBI la participación de la formación bruta de capital, durante el cuarto trimestre de 1994.

El ejercicio fiscal continuó expansivo, durante el cuarto trimestre, llegando a aumentar en forma importante el gasto corriente no financiero; así como el pago de intereses por deuda externa. El resultado, del conjunto del año, para el gobierno central arrojó un déficit primario, excluyendo los ingresos de capital (recursos de la privatización). De otro lado, dada la sensible mejoría en las ventas y en los resultados de las empresas, el Impuesto General a las Ventas (IGV) y el impuesto a la renta han resultado los rubros más importantes de los ingresos fiscales.

En el sector financiero y monetario es de destacar el proceso de desdolarización, tanto del cuasi-

dinero como del crédito. A su vez, la liquidez real de la economía continuó creciendo, esencialmente por el incremento de la liquidez en soles. De otro lado, la cartera atrasada del sistema bancario continuó disminuyendo, situándose al término del año en un 7.3% del total de colocaciones del sistema.

Con relación al sector externo, se generó un fuerte desequilibrio en la balanza comercial (US\$ 1,011 millones) que contribuyó a que el déficit en la cuenta corriente exceda los US\$ 2,200 millones, cifra elevada que representa el 7% del PBI. En 1994, este déficit fue ampliamente cubierto por los superávits registrados en la cuenta de capitales de largo plazo (US\$ 3,652 millones, que incluye la privatización de CPT y Entel) y en los capitales a corto plazo y errores y omisiones (US\$ 1,727 millones). Cabe señalar que, por primera vez, el déficit de cuenta corriente pudo ser íntegramente cubierto por los capitales a largo plazo porque, hasta 1993, se vino cubriendo, fundamentalmente, por la entrada de capitales de corto plazo. Como consecuencia, en 1994 el saldo positivo de la balanza de pagos fue de US\$ 3,118 millones, ocasionando el más alto nivel de Reservas Internacionales Netas (RIN): US\$ 5,696 millones a diciembre de 1994.

## EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA RECIENTE

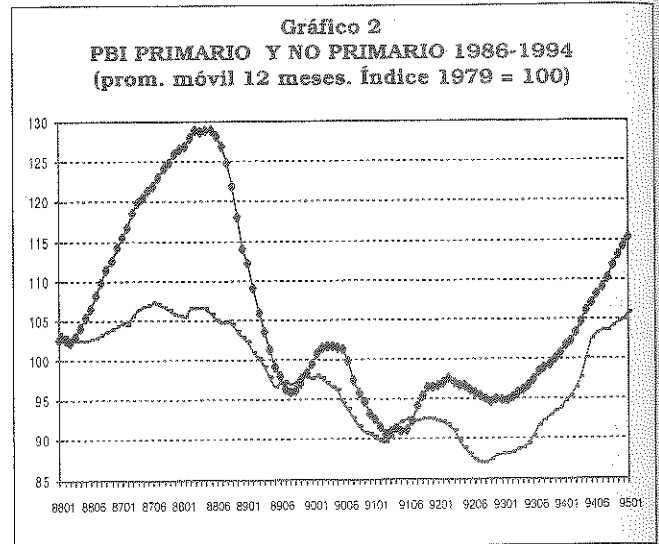
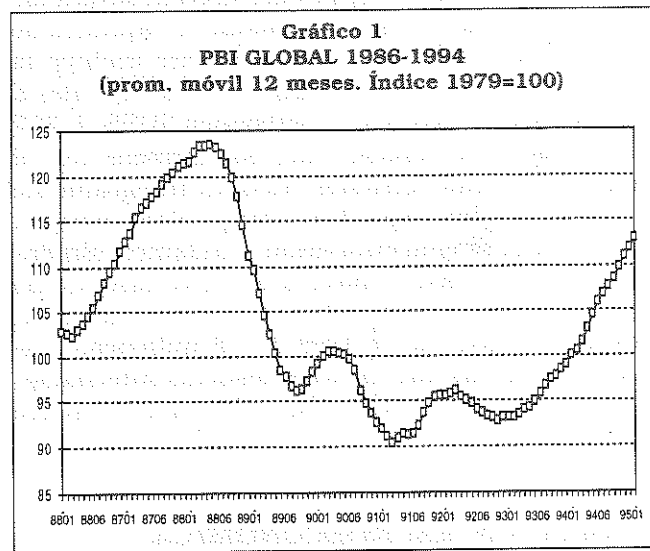
### SECTOR REAL

En el cuarto trimestre de 1994 se pudo apreciar las siguientes características, referidas a la producción global de la economía. En primer lugar, continuó con la tendencia positiva iniciada en el segundo trimestre de 1993 (véase el gráfico 1). En segundo término, en el mes de diciembre, se observó que el sector primario registró una menor tasa de crecimiento en comparación con meses anteriores (véase el cuadro 1). En el caso de la pesca, ello se debería principalmente a la menor captura de la anchoveta y otras especies para la

1 El presente informe de Coyuntura Económica ha sido elaborado por Humberto Campodónico, Manuel Castillo, Julio Gamero, Andrés Quispe y Lourdes Valverde.

elaboración de harina de pescado; mientras que la producción minera decreció por la menor extracción de cobre, hierro y zinc. En tercer lugar, se apreció un comportamiento más dinámico en los sectores ligados a demanda como son: manufactura, comercio y servicios. Esta situación podría reflejar un mayor efecto multiplicador de los sectores que lideran el crecimiento económico (pesca y construcción) sobre el resto de sectores (véase el gráfico 2).

El crecimiento registrado en 1994 fue de 12.5% con referencia al año anterior y constituyó una cifra *record*, en comparación con la de otros países latinoamericanos. Lo que se puede constatar es que la reactivación económica, iniciada en el segundo trimestre de 1993, presenta tres etapas. Una primera, incluso con anterioridad a dicha fecha, en la cual el sector primario (agro, pesca y



minería) es el que inicia el crecimiento económico, explicándose básicamente por razones climáticas.

Posteriormente, a mediados de 1993, se incorpora a este proceso de reactivación el sector construcción. Esencialmente por un aumento del gasto público (en infraestructura vial y educativa): inicialmente por la obtención de préstamos de los organismos multilaterales y, luego, por la mejora de los ingresos fiscales. Por último, a mediados de 1994, el crecimiento comienza a tener mayores efectos de arrastre sobre el resto de sectores ligados a demanda (manufactura, comercio y servicios). La ligera reducción en la tasa de desempleo abierto junto con una disminución del subempleo -que en nuestro caso, es casi totalmente por insuficiencia de ingresos- nos estarían indicando cierta recuperación en la capacidad de compra de la

**Cuadro 1**  
**EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO SECTORIAL**  
(variación % con respecto a igual periodo del año anterior)

	Oct. 94	Nov. 94	Dic. 94	Ene.-Dic. 94/93
Agropecuario	7.0	7.5	8.6	13.2
Pesca	79.8	49.0	-6.4	31.5
Minería	0.9	1.5	-2.4	4.6
Electricidad	12.9	11.6	14.8	12.5
Manufactura	27.4	21.4	14.1	17.1
Construcción	51.7	44.3	36.2	34.5
Comercio	19.0	14.3	10.2	12.9
Otros	7.8	6.8	6.0	6.4
<b>Total</b>	<b>17.1</b>	<b>14.4</b>	<b>10.4</b>	<b>12.7</b>

Fuente: INEI

población, lo cual contribuiría a explicar la acentuación del proceso de recuperación de la actividad productiva.

De otro lado, cifras preliminares con relación al comportamiento de la inversión durante 1994, nos estarían indicando que, por segundo año consecutivo, la inversión -tanto pública como privada- sería la variable de mayor crecimiento como componente del PBI. Si esto es así, se estaría marcando una diferencia significativa respecto de anteriores procesos de reactivación económica.

## Empleo

Durante 1994, el empleo en la industria y en la actividad comercial -en empresas de más de 100 trabajadores de Lima Metropolitana- se caracterizó por no presentar mayores fluctuaciones, manteniendo en todo el año niveles constantes (véase el gráfico 3). En ambos sectores, el empleo dejó de mostrar una tendencia decreciente, estabilizándose a los niveles más bajos de los últimos 20 años. En el caso del empleo industrial, éste se estabilizó, en promedio, a niveles similares al 64.1% de 1979; mientras que el porcentaje promedio del empleo comercial fue de 51.3%, aproximadamente.

En cuanto al comportamiento en el sector servicios, se observa una ligera tendencia creciente, a partir del tercer trimestre de 1993, la misma que se revierte hacia igual trimestre de 1994. La recuperación del empleo, en este caso, estuvo concentrada en los rubros concernientes a los bienes inmuebles y servicios, restaurantes-hoteles y diversión-esparcimiento (véase el cuadro 2). Fueron estos mismos sectores quienes, a partir del tercer

trimestre de 1994, expulsaron personal aún cuando la salida de trabajadores se atenuó en el último trimestre del mismo año. Estos flujos constantes, de entrada y salida de mano de obra en el sector servicios, estarían demostrando la ausencia de tendencias estables y la precariedad en lo que respecta al empleo en las empresas de más de 100 trabajadores.

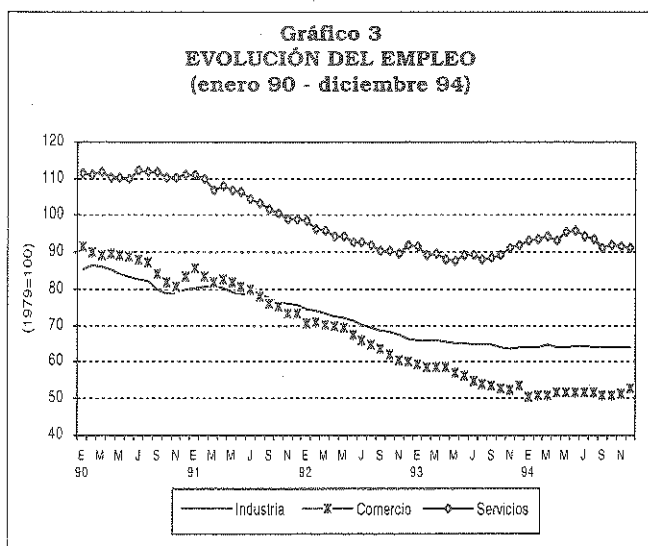
Adicionalmente, el *subsector seguros* se caracterizó por una permanente expulsión de trabajadores, principalmente, en los dos últimos trimestres. Dicha reducción estuvo asociada con la disminución de personal en las AFP's.

El *sector comercio*, en el transcurso del cuarto trimestre, prácticamente mantuvo los niveles de empleo (0.4%) con respecto al trimestre anterior. La recuperación registrada en diciembre (3.53%) compensó la ligera caída de meses anteriores, siendo la causa básicamente estacional (contratación de personal para la campaña navideña).

En cuanto a los niveles anuales, el empleo en el *sector servicios* aumentó en 4.2% con respecto al promedio del año anterior, observándose sólo una tendencia decreciente en el *subsector seguros* (-18.7%) y en *personal y hogares* (-1.7%).

La absorción de mano de obra en la *actividad comercial* decreció en 8.1%, con respecto al año anterior, por la reducción de trabajadores en el *sector comercio al por mayor* (-14.3%) aún cuando, como hemos señalado inicialmente, la tendencia fue que el empleo permaneciera constante a lo largo del año. Por último, la *industria manufacturera* mostró tasas decrecientes menores a la de años anteriores, observándose comportamientos diferenciados por ramas industriales (véase la segunda parte del informe).

Gráfico 3  
EVOLUCIÓN DEL EMPLEO  
(enero 90 - diciembre 94)



## Precios

Durante el cuarto trimestre de 1994, la inflación promedio mensual ascendió a 0.7%, con lo cual se afianzó su tendencia decreciente observada a lo largo del año. Si bien, durante dicho trimestre, la inflación de los bienes transables fue mayor que la de los no transables, en el conjunto del año ha sido más bien el comportamiento del sector transable el que ha contribuido positivamente al resultado inflacionario del año (véase el cuadro 3). Sin embargo, en un contexto en el cual el movimiento del tipo de cambio ha sido casi nulo, una elevación en el precio de estos bienes se traduce también, en un incremento en su precio en dólares.



**Cuadro 2**  
**EVOLUCIÓN DEL EMPLEO EN LIMA METROPOLITANA EN EMPRESAS**  
**DE MÁS DE 100 TRABAJADORES**

	Índice julio 1990 = 100				Variación porcentual con respecto al trimestre anterior															
	1993		1994		1993		1993		1994		1994									
	I	II	III	IV	PROM.	I	II	III	IV	PROM.	I	II	III	IV	94/ 92(*)					
Alimentos, beb. y tabaco	78.6	77.2	77.3	76.6	77.4	76.8	77.8	79.4	78.7	78.2	-6.0	-1.8	0.1	-0.8	-13.4	0.3	1.2	2.1	-0.8	1.0
Textil, confecciones y cuero	85.1	84.5	83.3	81.0	83.5	82.0	81.3	81.4	81.5	81.6	-1.1	-0.6	-1.4	-2.8	-5.4	1.2	-0.9	0.1	0.1	-2.3
Ind. maderera y fab. papel	67.2	65.1	63.9	64.2	65.1	63.2	64.2	63.7	63.4	63.6	-1.3	-3.1	-1.8	0.4	-11.7	-1.5	1.7	-0.8	-0.6	-2.3
Sustancias químicas	81.2	81.7	81.1	80.6	81.2	80.7	79.2	77.5	77.6	78.7	-0.9	0.6	-0.8	-0.5	-4.5	0.1	-1.9	-2.2	0.1	-3.0
Fab. minerales e ind. met. básica	77.8	77.3	77.8	79.7	78.2	81.4	84.0	84.5	83.7	83.4	2.3	-0.8	0.7	2.4	-2.3	2.2	3.3	0.5	-0.9	6.7
Prod. met. maq. y equipo	76.8	75.7	74.7	73.9	75.3	67.3	66.4	65.5	65.1	66.1	-2.6	-1.5	-1.4	-1.0	-11.0	-8.9	-1.4	-1.3	-0.7	-12.2
TOTAL INDUSTRIA	79.6	78.9	78.2	77.2	78.5	77.6	77.5	77.5	77.3	77.5	-2.2	-0.9	-0.9	-1.2	-8.1	0.5	-0.1	0.0	-0.2	-1.3
Comercio por mayor	72.1	70.8	67.4	66.1	69.1	60.2	60.9	57.4	58.4	59.2	-1.8	-1.7	-4.8	-2.0	-11.7	-9.0	1.3	-5.8	1.7	-14.3
Comercio por menor	57.8	54.3	49.3	48.1	52.3	50.9	52.4	57.1	55.9	54.1	-7.6	-6.1	-9.1	-2.5	-25.9	5.8	3.0	8.9	-2.0	3.3
TOTAL COMERCIO	66.8	65.1	61.3	60.0	63.3	57.4	58.5	58.2	58.5	58.2	-3.2	-2.7	-5.7	-2.2	-15.9	-4.4	2.0	-0.5	0.4	-8.1
Restaurantes y hoteles	72.5	70.8	71.4	72.2	71.7	72.6	73.5	72.4	74.1	73.1	-4.6	-2.4	0.9	1.2	-11.1	0.5	1.3	-1.6	2.3	2.0
Estab. financieros	63.5	62.3	62.2	61.9	62.5	64.4	66.2	65.8	66.6	65.7	-1.4	-1.8	-0.3	-0.5	-11.4	4.1	2.7	-0.5	1.1	5.3
Seguros	63.1	63.3	62.5	61.5	62.6	59.2	58.6	48.8	37.1	50.9	2.9	0.3	-1.2	-1.6	-4.2	-3.8	-1.0	-16.7	-23.9	-18.7
Es. inmuebles y ss.	82.8	81.3	81.8	85.2	82.8	89.9	91.8	88.9	88.3	89.7	0.3	-1.8	0.6	4.1	-1.6	5.5	2.0	-3.2	-0.6	8.4
Serv. saneamiento y sociales	98.7	96.9	96.7	97.7	97.6	97.3	97.1	100.9	100.9	99.0	0.7	-1.8	-0.1	1.0	2.4	-0.5	-0.2	3.9	0.1	1.6
Serv. diversión y esparcimiento.	116.2	107.5	115.3	126.0	116.3	128.7	132.7	127.8	127.7	129.2	-0.2	-7.5	7.2	9.2	-1.6	2.2	3.1	-3.7	-0.1	11.1
Serv. personal y hogares	98.9	98.5	99.8	92.2	97.4	97.0	90.7	98.5	96.6	95.7	-1.8	-0.4	1.3	-7.6	-5.1	5.3	-6.6	8.6	-1.9	-1.7
TOTAL SERVICIOS	80.3	78.8	79.3	81.1	79.9	83.5	84.5	83.0	81.7	83.2	-0.4	-1.9	0.6	2.3	-3.9	3.0	1.2	-1.8	-1.6	4.2

\* : Variación porcentual anual.

Fuente: Ministerio de Trabajo, Encuestas de variación de empleo.  
Elaboración: Programa Laboral-DESCO

Al igual que en años anteriores, el comportamiento de los precios de los bienes y servicios no transables -influenciados por el aumento de los servicios públicos- fue el que lideró la tasa inflacionaria. La elevación en el precio del servicio telefónico y en el de la energía eléctrica, en el cuarto trimestre, ha sido de tal magnitud que los coloca en los niveles reales más elevados desde agosto de 1990 (véase el cuadro 4).

## SECTOR FISCAL

Al término del año 1994, se mantuvieron las tendencias generales de la política fiscal, identificadas en análisis anteriores. Así tenemos el crecimiento real de la recaudación tributaria (23% respecto del año 1993), la importancia de la recaudación del comercio exterior, la mayor incidencia de los ingresos tributarios por IGV sobre el Im-

**Cuadro 3**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TRIMESTRAL**

PERÍODO	ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (variación % mensual)			ÍNDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR (variación % mensual)		
	INFLACIÓN	TRANS.	NO TRANS.	TOTAL	NACIONAL	IMPORTADO
1992 I	5.2	4.3	5.8	2.2	2.4	0.2
1992 II	3.4	1.9	4.2	3.4	3.3	5.1
1992 III	3.0	3.4	2.8	3.4	3.2	5.0
1992 IV	3.6	5.7	2.6	4.8	4.8	6.4
1993 I	4.0	3.7	4.2	3.0	3.1	2.8
1993 II	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	2.7
1993 III	2.3	1.5	2.7	2.1	2.2	1.6
1993 IV	1.9	1.7	2.0	1.6	1.6	1.2
1994 I	2.0	1.0	2.5	0.6	0.7	0.0
1994 II	1.1	0.9	1.2	0.6	0.7	-0.2
1994 III	1.0	0.9	1.0	1.8	1.9	1.0
1994 IV	0.7	1.0	0.6	0.3	0.3	-1.1

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

**Cuadro 4**  
**ÍNDICE DE LOS PRINCIPALES PRECIOS Y TARIFAS PÚBLICAS: 1994**  
**(31 ago. 1990 = 100)**

CONCEPTO	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.
I. COMBUSTIBLES	62	61	60	59	58	58	57	57	58	58	57	57
Gasolina 84 octanos	65	64	62	61	61	60	59	59	61	60	60	59
Kerosene	60	59	58	57	56	56	55	55	57	57	56	56
Diesel	67	66	64	63	63	62	62	62	64	63	63	62
Residual 6	49	48	47	47	46	46	45	44	43	43	43	43
Gas licuado	97	95	93	92	91	90	89	90	93	92	91	91
II. TARIFAS ELÉCTRICAS	62	63	65	64	64	63	65	64	67	69	70	70
Residencial												
- Tarifa social	126	134	168	173	189	186	220	217	232	246	261	286
- A medidor industrial	87	89	91	90	91	90	100	98	107	111	115	115
- Por energía activa	57	57	56	55	54	53	53	52	52	53	54	54
III. TARIFAS DE AGUA POTABLE	96	97	95	93	97	96	99	98	98	100	103	102
Social	79	82	80	79	82	81	84	83	83	84	85	85
Doméstico	79	80	78	77	80	79	81	81	80	82	85	84
Industrial	121	121	118	117	121	120	123	123	122	125	129	128
IV. TARIFAS TELEFÓNICAS	56	55	63	62	61	61	64	63	64	64	63	66
Tarifa básica	87	85	108	106	106	112	147	145	165	164	162	185
Llamada adicional	46	45	44	43	43	43	43	42	42	42	42	43

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

puesto Selectivo al Consumo (ISC), la tendencia a la disminución del pago de intereses en los gastos corrientes del gobierno central y el aumento progresivo de los gastos de capital (véanse los gráficos 4 y 5). Sin embargo, es necesario destacar algunas particularidades del último periodo.

### Déficit primario en aumento

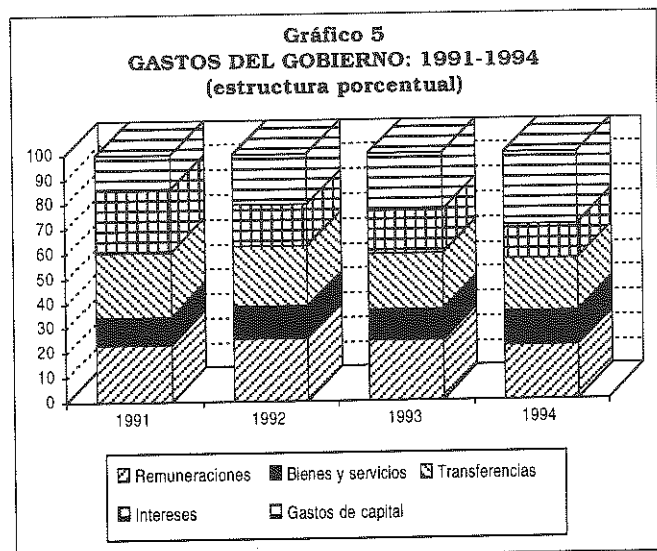
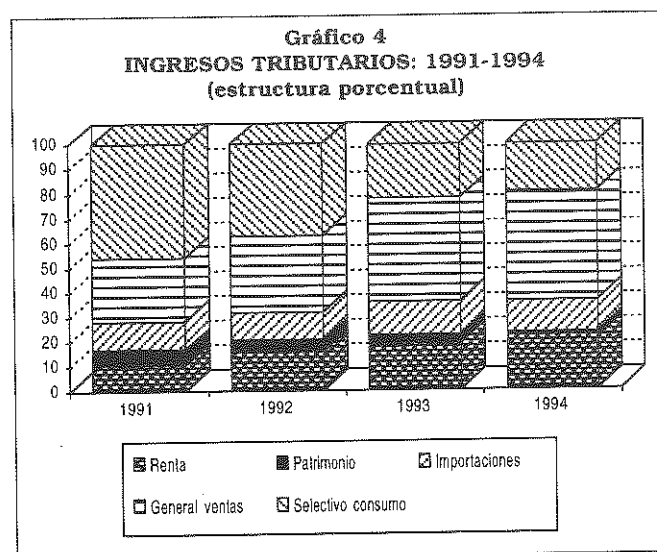
En el cuarto trimestre de 1994, se observa la generación de un importante déficit primario, sin ingresos de capital, del orden del 2.1% del PBI (2.2% en el sector público no financiero). Déficit mayor al observado el trimestre anterior (1.4%) y similar al del cuarto trimestre de 1992 (véase el cuadro 5).

Este déficit primario se explica, por un lado, por el incremento del gasto corriente no financiero

(descontando el pago de los intereses) de 9.1% a 9.9% del PBI, del tercer al cuarto trimestre, concentrándose el alza en remuneraciones y transferencias (programas alimentarios-PRONAA, FONCODES, Universidades, Gobiernos regionales). De otro lado, por mantener un nivel importante de gastos de capital del orden del 4.6% del PBI (en infraestructura vial, extensión de red de servicios básicos, construcción de colegios, etcétera). Si bien es una participación inferior a la registrada en el trimestre precedente (6.7%), es similar si descontamos el 2.1% del PBI que corresponde a gastos por capitalización del BCRP, realizado en ese trimestre (aparece en la cuenta otros gastos de capital).

El gasto de capital, en ambos trimestres, corresponde exactamente con el ingreso de capital por privatización registrado en el segundo trimestre del año (11.3% del PBI). Es importante notar, además, que en este trimestre la participación del rubro ingresos de capital continuó descendiendo a 2.9% del PBI, luego del pico registrado en el segundo trimestre del año (11.3%) y aumentó, de manera significativa, el pago de intereses por deuda externa que pasó de 1.3% del PBI en el trimestre anterior al 2.7% en el último.

El resultado fiscal global del año 1994, presión tributaria de 12.4% del PBI (ingresos tributarios del orden del 10.5% del PBI) y un déficit primario sin ingresos de capital de 0.1%, permitiría afirmar que se cumplió, en alguna medida, con las metas programadas en la Carta de Intención para 1994. Sin embargo, es claro también que la continuidad en los gastos corrientes y de capital presionados por el ciclo electoral, de no mediar ingresos de capital significativos, podría generar un déficit fiscal primario importante y, al mismo tiempo, peligroso para el siguiente trimestre.



### Presupuesto 1995

El Presupuesto General de la República para 1995 asciende a S/. 21,839.9 millones, 24.6% más que lo previsto para 1993 (véase el cuadro 6). Cuatro pliegos concentran más del 70% del total del presupuesto: Economía y Finanzas (40.7%), Consejo de Ministros (11%), Defensa (10.6%) y de la Presidencia (9.2%). El 10.3% del presupuesto se dedicará al pago de la deuda externa, correspondiendo el 47% de ésta a intereses.

Los principales supuestos macroeconómicos que sustentan este presupuesto son: inflación anual de 9.2%, crecimiento del PBI del 6%, déficit comercial

**Cuadro 5**  
**OPERACIONES DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**(en porcentaje del PBI)**

	GOBIERNO CENTRAL					GOBIERNO CENTRAL		SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	
	Ingr. Corr.	Ingr. Tribut.	G.Corr. No Fin.	Intereses	Gtos. Capital	Result. Econ.*	Result. Primar.*	Result. Econ.*	Result. Primar.*
1991 I	9.4	9.1	6.8	3.2	1.2	-1.8	1.4	-2.4	1.4
II	8.6	8.0	5.5	2.8	1.1	-0.7	2.1	-0.4	3.0
III	9.0	8.7	6.3	2.4	1.3	-0.9	1.5	0.3	3.2
IV	9.6	8.7	7.5	2.6	2.0	-2.5	0.2	-4.0	-0.9
1992 I	10.8	9.9	6.7	2.0	1.2	0.9	3.0	0.9	3.5
II	10.4	9.2	7.1	1.8	1.8	-0.4	1.4	-0.1	2.3
III	11.1	9.5	8.1	2.1	2.9	-1.9	0.2	-2.4	0.3
IV	11.5	9.4	9.4	2.4	4.1	-4.4	-2.0	-4.5	-1.6
1993 I	11.9	10.2	7.6	1.2	2.6	0.5	1.7	0.6	2.1
II	10.5	8.9	7.4	3.0	2.4	-2.3	0.7	-1.9	1.4
III	9.9	8.5	7.4	1.2	3.1	-1.8	-0.5	-0.7	0.9
IV	11.3	9.7	7.9	3.2	3.6	-3.4	-0.2	-4.0	-0.5
1994 I	13.4	11.6	7.3	1.3	3.1	1.7	3.0	-3.1	4.5
II	11.7	9.9	7.8	2.6	3.0	-1.6	0.9	-0.9	1.8
III	12.4	10.4	9.1	1.3	6.7 <sup>1/</sup>	-2.8	-1.4	-2.2	-0.7
IV	12.3	10.5	9.9	2.8	4.6	-4.9	-2.1	-5.2	-2.2

\* : Sin ingresos de capital (privatizaciones).

1/ : Incluye gastos por capitalización del BCRP, que representa aproximadamente 2.1% del PBI.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

**Cuadro 6**  
**PRESUPUESTO GENERAL DE LA REPÚBLICA 1994 y 1995**  
**(distribución por pliegos) (en miles de nuevos soles)**

Pliegos	1994	%	1995	%
M. de Economía y Finanzas	6,583,807	40.74	6,594,008	30.19
Pres. Consejo de Ministros	1,774,662	11.00	2,850,639	13.05
M. de Defensa	1,705,627	10.55	2,227,692	10.20
M. de la Presidencia	1,478,597	9.15	2,141,398	9.80
M. del Interior	1,389,939	8.60	1,894,801	8.67
M. de Transportes	845,059	5.23	1,543,251	7.07
M. de Educación	824,427	5.10	1,449,678	6.64
M. de Salud	445,706	2.76	1,272,748	5.83
M. de Energía y Minas	199,026	1.23	472,019	2.16
M. de Agricultura	212,077	1.31	343,555	1.57
Poder Judicial	116,184	0.72	228,562	1.05
M. de Justicia	161,146	1.00	224,469	1.03
M. de Relaciones Exteriores	150,544	0.93	155,847	0.71
M. Público	36,033	0.22	102,090	0.47
Congreso	67,959	0.42	98,709	0.45
M. de Pesquería	72,445	0.45	89,330	0.41
M. de Industria	42,080	0.26	65,087	0.30
Jurado Nacional de Elecciones	20,648	0.13	47,122	0.22
Contraloría General	22,492	0.14	23,866	0.11
M. de Trabajo	6,693	0.04	13,205	0.06
Tribunal Constitucional	3,264	0.02	1,896	0.01
<b>Total</b>	<b>16,158,417</b>	<b>100.00</b>	<b>21,839,972</b>	<b>100.00</b>

Fuente: Diario *El Comercio*, 24/11/94.

mayor a US\$ 900 millones, tasa de cambio de 2.51 soles por dólar, ingresos tributarios de S/. 14,000 millones, ingresos por privatización del orden de los US\$ 900 millones, préstamos de organismos internacionales por S/. 2,334 millones, pago de la deuda externa por S/. 2,258 millones y deuda interna por S/. 1,705 millones (Bonos de Reconocimiento).

## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante el último trimestre de 1994, la emisión primaria se expandió en S/. 459 millones. Este incremento fue explicado, casi proporcionalmente, tanto por los factores de origen externo como interno. Dentro del primer caso, destacan las compras netas de dólares en la mesa de negociación, que se incrementaron en US\$ 109 millones en comparación con los US\$ 57 millones del tercer trimestre. Sin embargo, dichas compras no llegaron a impedir que el tipo de cambio nominal promedio del mes de diciembre (2.15 soles por dólar) se desplomara al nivel más bajo de los últimos 14 meses (véase el cuadro 7).

Por el lado de los factores de origen interno, el retiro de los depósitos del sector público y del Banco de la Nación fue el principal elemento

explicativo del aumento en la emisión primaria, de manera singular en el mes de diciembre. Dichos retiros fueron, parcialmente, atenuados por la esterilización de depósitos del sistema financiero.

Durante el último trimestre, de otro lado, el multiplicador medio bancario disminuyó en 8.5% debido al incremento de 11.6% en la preferencia por circulante, junto con una tasa media de encaje efectivo que se mantuvo sin mayor variación. Al respecto, cabe señalar que, en el transcurso de 1994, se ha mantenido la tendencia a una caída en la preferencia por circulante, con excepción de los meses de julio y diciembre, lo cual ha venido reforzando el nivel de la intermediación financiera y, por esta vía, un aumento en el multiplicador medio bancario.

A nivel de la liquidez del sistema bancario, la expansión de la misma fue del 6.7%, durante el último trimestre del año, siendo explicada tanto por el aumento del crédito interno neto como por una variación de las RIN. Al 31 de diciembre, continuaba la tendencia decreciente de la participación de la moneda extranjera en el conjunto de la liquidez del sistema bancario. Así, en el cuarto trimestre, ésta tuvo una participación del 64.8% en comparación al 70.3% de un año previo y al 66% del tercer trimestre (véase el cuadro 8). Este com-

**Cuadro 7**  
**FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA**

	1993					1994				
	I	II	III	IV	TOTAL	I	II	III	IV	TOTAL
Variación de la emisión	114	61	60	218	453	13	188	209	459	869
Origen Externo	110	77	2	214	403	581	581	(91)	218	1,289
Compras netas en mesa de negociación	138	84	305	321	848	1,065	880	120	237	2,302
Deuda pública externa	(42)	0	0	0	(42)	(469)	(220)	(104)	0	(793)
Compras netas sistema financiero	10	(9)	(146)	(40)	(185)	8	(80)	(92)	(24)	(188)
Otros	4	2	(157)	(67)	(218)	(23)	1	(15)	6	(31)
Origen Interno	4	(16)	58	4	50	(568)	(393)	300	241	(420)
Créditos bca. múltiple, s. público y Bco. Nación	(33)	0	(6)	(13)	(52)	(9)	0	0	0	(9)
Valores BCRP	(12)	(27)	(17)	44	(12)	(315)	(110)	78	8	(339)
Depósitos esterilización sistema financiero	2	0	0	(39)	(37)	2	(50)	7	(86)	(127)
Depósitos s. público y Banco de la Nación	32	(9)	9	(13)	19	(278)	(266)	184	295	(65)
Otros	15	20	72	25	132	32	33	31	24	120

Fuente: BCRP, Nota Semanal, varios números.



**Cuadro 8**  
**CUENTAS MONETARIAS DEL SISTEMA BANCARIO**  
(millones de nuevos soles)

	1993				1994			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Reservas Internacionales Netas (RIN en US\$ millones)	5,152 2,755	5,732 2,823	5,848 2,746	6,290 2,925	6,781 3,111	10,623 4,851	12,667 5,655	13,174 6,043
Endeudamiento neto exterior a largo plazo	66	87	170	186	205	198	149	149
Crédito Interno Neto	3,476	4,045	5,097	5,836	6,458	4,091	4,100	4,737
Liquidez sistema bancario	8,694	9,864	11,115	12,312	13,444	14,912	16,916	18,060
Moneda nacional	2,678	2,802	3,070	3,657	4,178	4,959	5,754	6,353
Moneda extranjera (millones de US\$)	6,016	7,062	8,045	8,655	9,266	9,953	11,162	11,707
% moneda extranjera en liquidez	69.2%	71.6%	72.4%	70.3%	68.9%	66.7%	66.0%	64.8%

Fuente: BCRP, Nota Semanal, varios números.

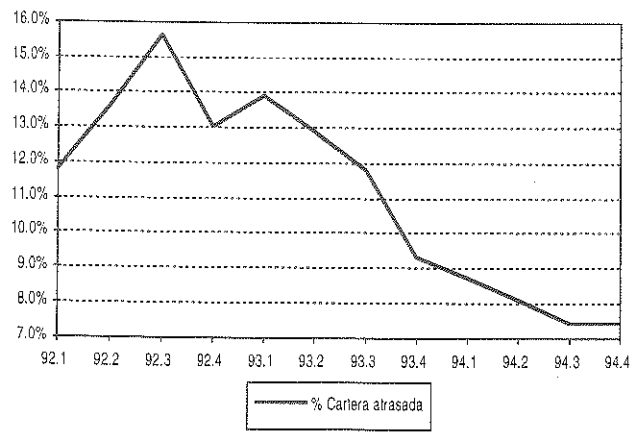
portamiento refleja el mayor incremento observado en la liquidez en soles. En términos reales, ésta creció en 46% durante el transcurso de 1994 en comparación con el 16% de aumento real de la liquidez en dólares, reflejando una mayor demanda de la moneda nacional y contribuyendo, así, a una apreciación de la misma.

Por su parte, las RIN se incrementaron en US\$ 164 millones en el transcurso del último trimestre; incremento que fue explicado, básicamente, por las compras netas del BCRP en la mesa de negociación.

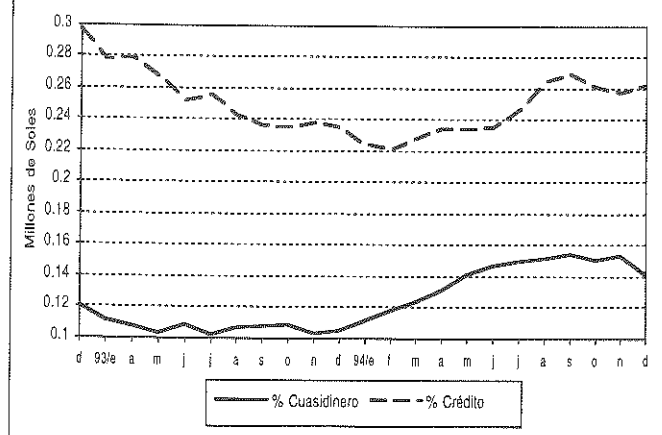
Al mes de noviembre, la cartera atrasada de los Bancos se situó en el 7.4%. Esta cifra confirma la tendencia decreciente, de este indicador, observada a lo largo del último año y evidencia la mejora en las cuentas de las empresas prestatarias, producto de la recuperación de los niveles de actividad (véase el gráfico 6).

Durante el cuarto trimestre, el cuasidinero en soles, que estuvo creciendo a lo largo del año y aumentando su participación en la estructura total de los depósitos, muestra un quiebre en dicha tendencia, disminuye en S/. 130 millones en el mes de diciembre. A su vez, la participación del crédito en soles, que había llegado a explicar tan sólo el 22% del crédito total hacia febrero de 1994, alcanzaría en el tercer trimestre su nivel más alto: 27% de la oferta total de crédito. Esta tendencia, al igual que en el caso de los depósitos, ha mostrado un decrecimiento en el último trimestre de 1994 (26% del crédito total) (véase el gráfico 7).

**Gráfico 6**  
**CARTERA ATRASADA DE LA BANCA COMERCIAL**  
(1992-1994)



**Gráfico 7**  
**CUASIDINERO Y CRÉDITO EN SOLES**  
(participación en el total)



Un aspecto importante a considerar, no sólo por su incidencia en la estructura de los depósitos del sistema bancario sino por su repercusión en el encaje y en la posición de las reservas internacionales, lo constituye la creciente participación de los fondos de la Compensación por Tiempo de Servicios (CTS). A fines de 1992, el depósito en dólares de estos fondos ascendía a US\$ 240 millones, representando el 9.7% del cuasidinero en dólares. A fines de 1993, llegaron a US\$ 412 millones y a noviembre de 1994, acumulaban los US\$ 692 millones, constituyendo el 14.1% del cuasidinero en moneda extranjera (véase el cuadro 9).

Durante 1994, los bonos colocados por el sector privado han empezado a tener mayor incidencia en su calidad de fuentes alternativas de financiamiento. Con relación a los montos colocados en diciembre de 1993 (US\$ 152 millones), encontramos un aumento superior al 100% hacia fines del año pasado (US\$ 323 millones). Una característica a remarcar es que la mitad de los bonos colocados, en 1994, han sido en moneda nacional reajutable con el tipo de cambio (véase el cuadro 10).

Con relación a este aumento de la oferta de bonos, existen un par de aspectos a resaltar. El primero tiene que ver con la creciente participación, entre los emisores de bonos, de las entidades no financieras y el segundo, con el aumento en la diversificación de los tipos de bonos. Así, a los tradicionales bonos de arrendamiento financiero, se le han sumado los subordinados, corporativos y los convertibles. La presencia de las AFP's, de otro lado, ha permitido la aparición de inversionistas institucionales que tienen una mayor preferencia para los instrumentos de renta fija, como es el caso de los bonos.

## COMPORTAMIENTO DEL SECTOR INDUSTRIAL

### PRODUCCIÓN

En 1994, el crecimiento del sector primario (principalmente la pesca) y de la construcción produjo un efecto multiplicador sobre el sector industrial. La recuperación por ramas industriales, entre otras consideraciones, tuvo un comportamiento diferenciado debido al grado de eslabonamiento con los sectores que lideran el crecimiento económico.

Hemos dividido el sector industrial en tres grupos: 1) Ramas industriales ligadas a recursos

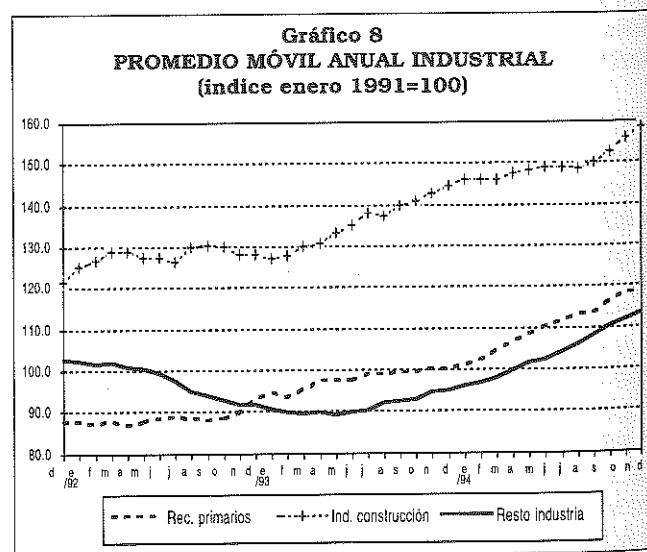
primarios (3818 azúcar, 31x harina de pescado, 3114 transformación de otros productos pesqueros, 372 refinería de metales no ferrosos y 353 petróleo refinado); 2) Ramas industriales relacionadas con las actividades de la construcción (352 química diversa, 356 plásticos, 369 minerales no metálicos y 371 industria básica de hierro y acero); y 3) Resto de ramas industriales, correlacionadas con la demanda interna o externa.

El crecimiento del sector industrial en el período analizado, 1992 en adelante, presenta un comportamiento similar al de la reactivación global. Es así que, a partir de 1993, empieza su crecimiento por el lado de las ramas industriales procesadoras de recursos primarios, sin mayor repercusión en el resto de la manufactura. Luego, se observa el aumento de la producción en las ramas ligadas al sector construcción. Posteriormente, empezará a notarse una dinamización de las otras industrias, lo cual ocurre a partir del cuarto trimestre de 1993, siendo esta última una reactivación más endógena (véase el gráfico 8).

### Ramas industriales con mayor dinamismo

Las ramas industriales que mostraron un mayor dinamismo se caracterizan, principalmente, por estar relacionadas con los sectores que lideran el actual crecimiento económico (la producción depende directamente de la demanda de estos sectores) (véase el cuadro 11).

Así, destacó el dinamismo de la industria de minerales no metálicos (CIU 36), explicado esencialmente por la mayor producción de cemento originada en la expansión de la construcción. Este



**Cuadro 9**  
**ESTRUCTURA DE LOS DEPÓSITOS EN LA BANCA COMERCIAL**

	1992				1993				1994			
	III				I	II	III	IV	I	II	III	IV
TOTAL	M.N	5,925,713	7,675,609	9,212,502	10,484,886	11,325,007	12,840,565	14,238,510	16,001,288	16,562,990		
	M.N	1,287,899	1,623,565	1,839,386	2,087,220	2,141,835	2,815,993	3,479,774	3,892,092	4,167,700		
	M.E	4,637,814	6,052,044	7,373,116	8,397,666	9,183,172	10,024,572	10,758,736	12,109,196	12,395,290		
	(US\$)	2,845,285	3,271,375	3,650,057	3,961,163	4,271,243	4,619,618	4,912,665	5,381,865	5,712,115		
	US\$ Cuasidinero	2,483,028	2,833,040	3,237,195	3,486,967	3,744,532	4,074,306	4,292,000	4,673,910	4,901,615		
Obligaciones inmediatas												
	M.N	499,187	623,055	650,474	735,795	797,435	977,512	1,118,386	1,243,795	1,345,181		
	M.E	590,478	810,920	833,982	1,005,295	1,132,429	1,183,328	1,359,255	1,592,898	1,758,786		
	(US\$)	362,256	438,335	412,862	474,196	526,711	545,312	620,664	707,955	810,500		
Depósitos de ahorros												
	M.N	631,430	781,010	849,906	973,955	950,536	1,319,593	1,557,839	1,636,259	1,800,002		
	M.E	2,196,740	2,795,488	3,271,364	3,622,876	3,911,043	4,230,692	4,466,762	5,060,092	5,021,594		
	(US\$)	1,347,693	1,511,075	1,619,487	1,708,904	1,819,090	1,949,628	2,039,617	2,248,930	2,314,099		
Depósitos a plazo												
	M.N	74,238	139,852	242,296	269,323	268,255	392,911	642,022	830,368	800,280		
	M.E	1,458,525	2,007,737	2,679,212	3,027,196	3,253,714	3,743,915	3,841,837	4,216,354	4,112,277		
	(US\$)	894,801	1,085,263	1,326,343	1,427,923	1,513,355	1,725,306	1,754,263	1,873,935	1,895,059		
Depósitos CTS												
	M.N	83,044	79,648	96,710	108,147	125,609	125,977	161,527	181,670	222,237		
	M.E	392,071	437,899	588,558	742,299	885,986	866,637	1,090,882	1,239,852	1,502,633		
	(US\$)	240,534	236,702	291,365	350,141	412,087	399,372	498,120	551,045	692,458		
Participación de la CTS en el US\$ Cuasidinero												
		9.69%	8.36%	9.00%	10.04%	11.01%	9.80%	11.61%	11.79%	14.13%		

Fuente: SBS, Informe Mensual, Lima, noviembre 1994.

**Cuadro 10**  
**BONOS DEL SECTOR PRIVADO**  
**(en millones de US\$)**

	1992 IV	1993				1994			
		I	II	III	IV	I	II	III	IV
Total	102	123	137	158	152	184	282	264	323
Bonos de entidades financieras	85	102	111	111	98	120	158	142	174
De arrendamiento financiero	85	102	111	111	98	120	158	142	149
Subordinados	0	0	0	0	0	0	0	0	26
Bonos de entidades no financieras	18	21	26	48	54	64	123	122	148
De arrendamiento financiero	18	19	20	39	42	50	50	50	59
Corporativos	0	2	6	9	12	14	33	32	49
Convertibles	0	0	0	0	0	0	40	40	40

Fuente: BCRP, *Nota Semanal* N° 9, Lima, febrero de 1995.

sector llegó a tener resultados positivos, ya desde 1993. Otra rama, con similares características, aunque en menor magnitud que la primera, es la industria de sustancias y productos químicos (CIU 35), destacando la mayor producción de plásticos. Esto último debido a la demanda de PVC (tuberías para redes de agua y desagüe de viviendas). A esta expansión, adicionalmente, ha contribuido la introducción en el mercado de nuevos envases plásticos de gaseosas (retornables y no retornables), significando una creación permanente de nueva demanda. Se debe observar que parte de esta producción fue destinada al mercado externo. El valor exportado de los productos químicos no tradicionales, aumentó en 37.5% con respecto al año anterior.

Asimismo, la industria metálica básica (CIU 37) registró tasas de crecimiento positivas en los dos últimos años. Al igual que el CIU 36, esta rama industrial se encuentra estrechamente ligada al sector construcción, a través de la producción de barras de hierro y otros.

#### **Ramas industriales con nuevas tendencias**

En otras ramas industriales, el efecto multiplicador (o arrastre) del crecimiento del sector

primario (pesca, agrícola y minero) y construcción, recién se hace evidente en el año 1994 (véase el cuadro 11).

En dicha situación se encuentra la industria de alimentos, bebidas y tabaco (CIU 31) que registró una fuerte expansión (16.7%), colocándose a niveles de 1988. Destacó la mayor producción de bienes alimenticios, los que al estar destinados, principalmente, al mercado interno estarían revelando un incremento del consumo doméstico.

Por su parte, el sector textil (CIU 32) comenzó a mostrar los efectos derivados del proceso de reestructuración industrial, luego de un franco proceso recesivo (1988-1993)<sup>2</sup>. Cabe señalar que en esta industria la producción se destina tanto al mercado interno como externo. A pesar del atraso cambiario, en 1994, el valor exportado de textiles no tradicionales aumentó en 21.1% con relación al año anterior.

Debe tenerse en cuenta que el sector industrial empieza su proceso de recuperación después de haber transitado por un período recesivo, que afectó sobremanera su capacidad de producción. Así, existen ramas industriales que han dejado de producir. Tal es el caso de la industria automotriz y de artefactos electrodomésticos, que han girado

<sup>2</sup> Es el caso de empresas como La Unión, San Cristóbal, entre otras, que, luego de recesos y reestructuraciones en su administración y gestión, han comenzado a recuperar índices anteriores de producción.

**Cuadro 11**  
**EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL: 1990-1994**

	Índice 1979 = 100					Variación porcentual anual				
	1990	1991	1992	1993	1994	90/89	91/90	92/91	93/92	94/93
SECTOR FABRIL TOTAL	89.4	95.6	91.5	97.5	114.0	-2.3	7.0	-4.3	6.6	16.9
30 IND. HARINA Y ACEITE DE PESCADO	174.8	190.3	167.8	242.0	336.2	3.0	8.9	-11.8	44.2	38.9
31 IND. ALIMENTOS, BEBIDAS Y TABACO	100.9	108.5	105.4	105.5	123.1	1.0	7.6	-2.9	0.1	16.7
311-12 Productos alimenticios	96.4	93.5	93.5	94.2	115.1	0.5	-3.1	0.0	0.8	22.1
313 Industria de bebidas	118.3	152.9	143.3	143.1	157.4	0.6	29.2	-6.3	-0.1	10.0
314 Tabaco	77.0	79.8	72.9	73.2	80.8	9.6	3.7	-8.6	0.4	10.4
32 IND. TEXTILES, CONFECIONES Y CUERO	96.0	95.5	88.6	86.6	106.2	-9.1	-0.5	-7.2	-2.3	22.7
321 Industria textil	103.7	100.9	93.4	91.4	113.1	-10.4	-2.7	-7.4	-2.2	23.8
323 Cueros y pieles	61.7	52.2	55.5	52.4	50.8	-7.4	-15.4	6.4	-5.6	-3.2
34 IND. PAPEL, IMPRENTA Y EDITORALES	73.3	66.5	62.6	69.2	69.8	11.8	-9.4	-5.9	10.6	0.8
341 Papel y prod. de papel	57.3	43.3	26.6	26.4	26.7	14.6	-24.4	-38.5	-0.7	0.8
35 IND. SUSTANCIAS Y PRODUCTOS QUÍMICOS	87.2	90.9	90.3	100.6	109.4	-1.8	4.2	-0.7	11.4	8.8
351 Sustancias químicas industriales	89.2	90.2	78.4	88.4	92.6	-1.9	1.1	-13.1	12.8	4.7
352 Productos químicos diversos	86.3	93.7	97.6	104.8	112.8	3.3	8.6	4.2	7.3	7.7
353 Refinería de petróleo	104.9	107.1	107.8	112.6	116.9	-3.3	2.1	0.7	4.4	3.8
355 Productos de caucho	85.7	73.5	68.0	74.4	76.0	-2.5	-14.2	-7.5	9.4	2.2
356 Productos de plástico	61.8	72.6	79.5	108.3	139.2	-14.0	17.5	9.5	36.2	28.6
36 IND. MINERALES NO METÁLICOS	86.4	90.3	89.9	105.8	135.4	-1.3	4.5	-0.4	17.6	28.0
361 Objetos de loza y porcelana	108.3	135.5	156.0	182.3	258.7	-5.0	25.1	15.1	16.9	41.9
362 Vidrio y prod. de vidrio	71.9	65.5	59.5	53.8	65.8	-2.6	-8.9	-9.2	-9.5	22.3
369 Art. minerales no metálicos	86.6	88.9	86.0	106.9	132.4	0.1	2.6	-3.3	24.3	23.9
37 INDUSTRIA METÁLICAS BÁSICAS	75.9	89.0	89.7	93.9	102.7	-10.3	17.3	0.8	4.7	9.3
371 Ind. básica de hierro y acero	71.7	80.2	84.0	90.0	121.7	-12.6	11.8	4.7	7.2	35.2
372 Industria metales no ferrosos	77.0	91.4	91.3	95.1	97.8	-9.7	18.6	-0.1	4.1	2.9
38 INDUSTRIAS METÁLICAS Y MAQUINARIAS	67.6	72.5	59.3	58.5	70.1	7.1	7.2	-18.2	-1.3	19.7
381 Metálicas simples	49.5	53.4	47.1	66.3	80.1	-4.9	7.8	-11.8	40.8	20.8
382 Maquinaria no eléctrica	59.2	67.7	55.4	47.2	64.6	19.0	14.4	-18.2	-14.8	36.9
383 Maquinaria eléctrica	86.8	89.7	73.6	64.7	63.4	7.0	3.3	-17.9	-12.2	-2.0
384 Material de transporte	64.5	72.2	53.4	43.7	71.4	16.6	11.9	-26.0	-18.3	63.6
39 IND. MANUFACTURA DIVERSA	106.7	117.1	131.6	133.6	195.4	6.6	9.7	12.4	1.5	46.3

Fuente: INEI



de la producción a la comercialización de productos importados, generalmente, de su casa matriz<sup>3</sup>. En igual situación se encuentra, desde 1990, la industria de vidrios planos. De otro lado, industrias como la del papel continúan en franco proceso recesivo, sintiendo el efecto de las prolongadas paralizaciones de Papelera Atlas y la desactivación de Industrias Paramonga.

La mayoría de ramas industriales fueron afectadas por la liberalización de la economía, con mayor o menor intensidad, llevándolas a enfrentar la competencia, principalmente, a través de la reducción de sus costos laborales. Las fusiones de empresas, con la consiguiente racionalización de personal, también ha sido una práctica extendida durante el proceso de ajuste.

### EMPLEO INDUSTRIAL

A pesar de tratarse del empleo en empresas con más de 100 trabajadores, existe una cierta asociación entre recuperación productiva y empleo por ramas industriales. La existencia de capacidad instalada no utilizada en la actividad industrial, explicaría que se genere empleo sin necesidad de expandir las unidades industriales, con las salvedades pertinentes<sup>4</sup>.

En la rama industrial de minerales y metálicas básicas, CIU 36 y 37, se observa una ligera tendencia creciente del empleo a partir del tercer trimestre de 1993 (véase el cuadro 2). En el caso de las industrias de alimentos, bebidas y tabaco, la recuperación del empleo se inicia el primer trimestre de 1994, mientras que en el sector textil y cueros existe una cierta estabilización del empleo a partir del tercer trimestre de 1994.

Es necesario señalar que las tendencias del empleo no son estables, tal como se puede apreciar en el comportamiento del sector servicios. Lo cierto es que el empleo agregado, en empresas con más de 100 trabajadores, ha dejado de caer a lo largo de 1994, encontrándose en los niveles más bajos de los últimos 20 años.

### DESINVERSIÓN Y RECONCENTRACIÓN

En el caso del sector industrial, el flujo de inversión extranjera captado -desde 1991- asciende a US\$ 110 millones, equivalente a un promedio anual de US\$ 27 millones. Este incremento incluye tanto nueva inversión como capitalización de utilidades de las empresas extranjeras en actividad en el país. Así, se evidencia un dinamismo, sustantivamente, inferior al del sector minero en la captación de capitales privados extranjeros.

Por otro lado, se observan dos tendencias diferenciadas: una primera, es que la nueva inversión extranjera se orientó a adquirir participación accionaria o a comprar empresas industriales existentes. Y una segunda tendencia, paralela a la anterior, es que se está produciendo un 'proceso de desinversión extranjera' y de reconcentración de la actividad en algunas ramas, por parte de grupos económicos locales<sup>5</sup>.

En la primera tendencia destacan los capitales de origen chileno en las ramas de fabricación de pinturas (Vencedor), de industrias eléctricas (Triple C fusionada ahora con Indeco), de gas (Solgas), entre otras. Capitales mexicanos y norteamericanos en la industria del vidrio (Manufacturas de Vidrio y Vidrios Industriales - Vinsa), en la fabricación de papel (Unicel) y en el sector alimentos (Field). Capitales ingleses y holandeses en el sector textil (Textil El Progreso, Cía. Industrial Nuevo Mundo). Sin embargo, no se verifican aún nuevas inversiones que apunten a incrementar el stock de capital productivo.

Respecto de la segunda tendencia, destaca, por un lado, lo ocurrido en la industria automotriz y en la actividad farmacéutica. El cierre de plantas de importantes firmas transnacionales y su transformación de ensambladoras, en el primer caso, y de productores, en el segundo caso, a importadores -a través de la apertura de oficinas comerciales- es el hecho más notable. Ese es el caso, por ejemplo, de los laboratorios de firmas como Pfizer, Schering, Merck Sharp & Dohme, Bayer del Perú, Corporación Farmacéutica, Bristol Myers Peruana, USV

3 Actualmente, no existe producción nacional de aspiradoras, lámparas fluorescentes e incandescentes, máquinas lavafombras, licuadoras eléctricas, lustradoras, automóviles y camionetas *station wagon* (véase, INEI; *Compendio Económico*, Lima, diciembre 94).

4 Por ejemplo, el que estemos comparando cifras de empleo de empresas con más de 100 trabajadores con cifras de producción industrial en su conjunto. Si el incremento de la producción se manifiesta, en primer lugar, en la generación de empleo en empresas de menor tamaño, el hecho que aumente la absorción de mano de obra en empresas de más de 100 trabajadores, estaría reflejando mayor efecto de arrastre.

5 Retomamos, en forma resumida, el análisis de *Gestión* del 7.3.95, p. 14.

Pharmaceutical Corporation Peruana, Wyeth Ayerst Laboratorios, Merck Peruana y el Instituto Farmacéutico Peruano.

Por otro lado, en la rama alimentos se tiene el caso de la venta de La Fabril -en la que previamente se habían fusionado Sid Sur, Molinera Santa Rosa y COPSA-; de las empresas del grupo transnacional argentino Bunge y Born (Industrias Nettalco, Textil Trujillo) y su consiguiente salida del país, entre otras. Esta situación favorece la consolidación de grupos económicos locales como el grupo Romero, quien compró dicha empresa, acrecentando su poder de mercado de manera absoluta<sup>6</sup>. Otros grupos locales, como el nucleado alrededor de CERVESUR, adquiriría Textil Trujillo.

Estas tendencias diferenciadas de la inversión directa extranjera (IDE), mostradas en el sector industrial, responden a las estrategias inducidas por el ajuste. Éstas, evidencian la debilidad del entorno para favorecer una captación de recursos privados hacia el sector industrial, que apoye su necesaria reconversión y su posibilidad de aporte de empleo.

## COMPORTAMIENTO DEL SECTOR EXTERNO

### LA BALANZA DE PAGOS

En 1994, la balanza de pagos (véase el cuadro 12) obtuvo un superávit, prolongando los resultados positivos de los últimos años y contribuyendo a un importante aumento de las RIN. En dicho año, aumentaron en US\$ 3,118 millones, alcanzando un total de US\$ 5,696 millones a diciembre de 1994.

Estos superávits se produjeron a pesar de los persistentes déficits de la balanza de cuenta corriente. En 1992, el déficit fue de US\$ 1,696 millones y en 1994, se superó esta cifra, fue de US\$ 2,261 millones (más del 7% del PBI).

### La balanza comercial

El déficit de la balanza comercial, en 1994, alcanzó la cifra de US\$ 1,109 millones. Es impor-

tante señalar que este déficit se produce con niveles de exportaciones e importaciones superiores a los de años anteriores.

Hasta 1993, las exportaciones se mantuvieron estancadas en, alrededor de, US\$ 3.300 a 3.400 millones. En 1994, sin embargo, como consecuencia de la mejora de los precios internacionales (café, cobre, plata, plomo), del incremento de la producción de algunos minerales (oro, hierro, principalmente) y productos pesqueros (harina de pescado), del aumento en las exportaciones no tradicionales y de buenas condiciones climatológicas, el valor exportado fue de US\$ 4,500 millones, con lo cual se supera el récord de 1980. Debe destacarse que la composición porcentual de la estructura de exportaciones casi no ha cambiado, manteniéndose en alrededor de 70% para las exportaciones tradicionales y en 30% para las no tradicionales.

Por el lado de las importaciones, en 1994, se batieron todos los récords, el monto total llegó a US\$ 5,611 millones. Destacan las importaciones de bienes de consumo; así como, las de bienes de capital, las mismas que crecieron en 50% con respecto a 1993, mientras que los insumos crecieron en 26% (véase el cuadro 13).

En el período 1990-94, hubo un crecimiento generalizado de todas las importaciones. Desagregando, se puede apreciar que, en dicho período, el rubro que más creció fue el de bienes de consumo, en un 307%; siguiéndole bienes de capital, con 92% y, finalmente, insumos con 75%.

Al analizar el crecimiento año a año, destaca el hecho que las importaciones de bienes de consumo se recuperan primero (1991), mientras que las de bienes de capital, en un inicio, tienen un crecimiento muy lento pero, en 1994, comparten el liderazgo con bienes de consumo. En lo que respecta a los insumos, su comportamiento también ha sufrido fluctuaciones, pero de menor magnitud a las ya mencionadas.

### La balanza de servicios financieros y no financieros

En 1994, el déficit de la balanza de servicios financieros fue de US\$ 1,011 millones, confir-

<sup>6</sup> La Fabril S.A llega a ser el líder dentro del grupo de elaboración de productos alimenticios, bebidas y tabaco en 1993 (9.22% del total de ingresos), gracias a la fusión de la misma con Cia. Molinera Santa Rosa S.A. y Sid Sur, desplazando a la empresa Backus y Johnston de la clasificación sectorial (7.75%). Cia. Industrial Perú Pacífico (grupo Romero) representaba el 3.21% (Conasev, 1994; *Las Primeras 1,000 Empresas del Perú en 1993*).

mando el comportamiento negativo del periodo 1990-94.

Asimismo, se produjo un déficit en la balanza de servicios no financieros, el cual fue de US\$ 614 millones, continuando el comportamiento observado en los últimos años. Los mayores saldos netos negativos se dieron en los rubros de fletes y servicios diversos (reaseguros, comunicaciones y servicios de inversión directa). Cabe señalar que en 1994, después de varios años, el saldo neto del rubro viajes fue positivo: US\$ 79 millones.

### Los pagos de transferencia

Las transferencias alcanzaron, en 1994, los US\$ 473 millones, lo que significa un incremento

de US\$ 32 millones con respecto a 1993. Destaca, una vez más, el rubro remesas de peruanos en el exterior, que se estima fue de US\$ 270 millones en 1994.

### La balanza de capitales a largo plazo

En 1994, el superávit de la balanza de capitales fue de US\$ 3,652 millones, cifra alcanzada por primera vez en el país; fundamentalmente, por la venta de CPT y Entel a Telefónica de España. Esta cuenta, que va en aumento de 1990 a 1994, mostró un comportamiento positivo.

Se debe resaltar que, hasta 1993, el superávit de la balanza de capitales a largo plazo no fue suficiente para cubrir el déficit de la cuenta co-

**Cuadro 12**  
**RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS <sup>1/</sup>**  
**(millones de US dólares)**

CONCEPTO	1990	1991	1992	1993	1994
<b>I. BALANZA DE CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-1,090</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,696</b>	<b>-1,774</b>	<b>-2,261</b>
A. Balanza comercial	340	-165	-566	-578	-1,109
1. Exportaciones f.o.b	3,231	3,329	3,484	3,464	4,502
2. Importaciones f.o.b	-2,891	-3,494	-4,051	-4,042	5,611
B. Servicios financieros	-1,014	-1,032	-910	-981	-1,011
3. Sector público	-883	-909	-782	-830	-788
4. Sector privado	-131	-123	-128	-151	-223
C. Servicios no financieros	-665	-452	-668	-657	-614
D. Pagos de transferencia <sup>2/</sup>	247	366	448	441	473
<b>II. CAPITALES A LARGO PLAZO</b>	<b>783</b>	<b>726</b>	<b>612</b>	<b>1,237</b>	<b>3,652</b>
E. Sector público	796	845	475	647	659
5. Desembolsos	245	872	387	1,509	608
6. Refinanciación	0	6,115	547	1,313	705
a. De amortización	0	3,119	132	663	173
b. De intereses	0	2,996	415	650	532
7. Condonación	0	63	9	7	138
8. Amortización	-1,143	-1,021	-749	-963	-1,007
9. Otros capitales públicos <sup>3/</sup>	1,694	-5,184	281	-1,219	215
F. Sector privado	-13	-119	137	590	2,993
10. Ingresos por privatización <sup>4/</sup>	0	0	6	160	2,054
11. Resto	0	-119	131	430	939
<b>III. BALANZA NETA BÁSICA (I+II)</b>	<b>-309</b>	<b>-557</b>	<b>-1,084</b>	<b>-537</b>	<b>1,391</b>
G. Capital de corto plazo y e.u.o.	445	1,808	1,576	1,037	1,727
<b>IV. BALANZA DE PAGOS (III+G)</b>	<b>136</b>	<b>1,251</b>	<b>492</b>	<b>500</b>	<b>3,118</b>

1/: Preliminar.

2/: Considera ingresos por remesas de peruanos en el exterior.

3/: Registra movimiento neto de atrasos en el pago del servicio de la deuda externa.

4/: Corresponde al pago de inversionistas extranjeros por la compra de empresas públicas.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

**Cuadro 13**  
**PERÚ: AUMENTO DE LAS IMPORTACIONES 1990-94**  
**(en porcentaje)**

	94/90	94/93	93/92	92/91	91/90
Bienes de Consumo	307	52	8	32	88
Insumos	75	26	4	12	20
Bienes de Capital	92	50	2	20	5

Fuente: BCRP.

riente de la balanza de pagos (lo cual se hizo con los capitales a corto plazo, como veremos más adelante). Esta situación se modificó en 1994, pues el superávit de la cuenta de capitales (como producto de las privatizaciones) cubrió ampliamente el déficit de la cuenta corriente.

### El sector público

Los desembolsos nuevos, en el año 1994, descendieron notablemente, llegando a sólo US\$ 608 millones; es decir, una reducción con respecto a 1993.

Destaca el bajo monto de desembolsos del Club de París (US\$ 83 millones frente a US\$ 216 millones en 1993) y América Latina (US\$ 3 millones en 1994 y US\$ 6 millones en 1993). Por el lado de los organismos multilaterales, entraron US\$ 504 millones en 1994 *versus* los US\$ 1,282 millones de 1993. Según declaraciones del Ministro de Economía y Finanzas, Ing. Jorge Camet, los menores desembolsos de las multilaterales se deben al rigor excesivo de la condicionalidad para otorgar los préstamos.

Cabe destacar también que, después de la firma de los Acuerdos del Club de París en 1991 y 1993, se han venido produciendo algunas condonaciones de deuda. En 1991, éstas ascendieron a US\$ 63 millones, descendiendo en 1992 (US\$ 9 millones) y 1993 (US\$ 7 millones), para volver a aumentar en 1994 a US\$ 136 millones, sobre todo en el primer semestre.

### La inversión extranjera directa (IED)

El flujo neto positivo de la IED aumentó, espectacularmente, en el año 1994. Se alcanzó la cifra de US\$ 2,993 millones, de los cuales US\$ 2,054 millones corresponden a ingresos por privatización (sobre todo CPT y Entel) y US\$ 939 millones, a inversión extranjera no ligada al proceso de privatización.

En este último rubro se incluyen US\$ 465 millones de inversión en la Bolsa de Valores de Lima (registrada en la Caja de Valores de Lima-CAVAL) y colocaciones de ADR y similares en el exterior. Es discutible la decisión del BCRP, de colocar la inversión en Bolsa de Valores en la cuenta de capitales a largo plazo. Los US\$ 474 millones restantes, corresponden a IED no ligada a privatización ni a inversiones de portafolio.

### Los capitales a corto plazo y errores ú omisiones

Esta cuenta se ha caracterizado por un comportamiento positivo desde 1990, coincidiendo con lo que venía sucediendo (hasta la crisis mexicana) en buena parte de los países de América Latina y otras regiones del mundo. En 1994, nuevamente se produjeron ingresos significativos, alcanzando la cifra de US\$ 1,727 millones.

Sin embargo, los rubros que integran esta cuenta no están del todo claros, incluso para el Banco Central. Además de los préstamos de corto plazo, en esta cuenta se consigna la repatriación de capitales, los 'capitales golondrinos' y los dólares del narcotráfico (llamados exportaciones 'ilegales' por el BCRP).

Como se puede apreciar, ha sido esta cuenta la que permitió financiar los déficit de cuenta corriente, sobre todo hasta 1993.

Se espera que, en 1995, disminuya la entrada de los capitales de corto plazo debido al alza de las tasas de interés en Estados Unidos y al 'efecto tequila', unido a la pérdida de confianza de los inversionistas institucionales.

### EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA

Desde julio de 1990 a diciembre de 1994, la deuda externa total del Perú aumentó en US\$ 4,234 millones. Es decir, tuvo un incremento

del 22%, situándose en US\$ 23,429 millones (véase el cuadro 14).

Es importante destacar el aumento cualitativo -33%- de la deuda del BCRP para el mismo período, como producto de los acuerdos de refinanciación de la deuda con el FMI, llegando a US\$ 1,016 millones a fines de 1994.

De otro lado, la deuda de mediano y largo plazo del sector privado sufrió descensos notables durante 1991, 1992 y 1993, situándose en alrededor de US\$ 220 millones. En 1994, sin embargo, aumentó hasta US\$ 405 millones, cifra que supera la de 1990 y es similar a la existente en 1985 (véase el cuadro 14).

En lo que concierne a la deuda de corto plazo, ésta aumentó en US\$ 723 millones desde junio de 1990, llegando a US\$ 2,471 millones en diciembre de 1994; es decir, el incremento fue del 240%.

El mayor incremento -360%- se dio en los créditos de corto plazo de la banca múltiple, éstos aumentaron de US\$ 121 millones en junio de 1990

hasta la cifra *record* de US\$ 562 millones en 1994. Pareciera que se ha restablecido, casi completamente, el crédito de corto plazo sin que, de por medio, se haya producido una negociación con la banca privada.

## SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

En 1994, el Perú pagó US\$ 915 millones por concepto de deuda externa (no incluye el pago al FMI).

De 1991 a 1993, el ratio servicio de la deuda exportaciones de bienes/deuda externa, ha fluctuado entre 25% y 32%. En 1994, la relación bajó al 20% como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de los precios de exportación y de que las tasas de interés externas aún se mantuvieran en niveles bajos, con respecto a los últimos años.

Para 1995, la proyección del servicio de la deuda externa, según el Proyecto de Presupuesto General de la República, es de S/. 2,258.8 millones,

**Cuadro 14**  
**DEUDA EXTERNA TOTAL DEL PERÚ: 1984-1994<sup>1/</sup>**  
**(millones de US dólares)**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>A. LARGO PLAZO</b>	10,487	11,785	13,627	16,278	16,215	17,058	18,239	18,868	19,270	20,228	20,958
1. Sector público <sup>2/</sup>	9,079	10,553	12,464	15,021	15,002	15,882	17,133	17,915	18,381	19,021	19,537
2. Banco Central de Reserva del Perú <sup>3/</sup>	862	825	788	870	827	792	776	735	661	960	1,016
3. Sector privado	546	407	375	387	386	384	330	218	228	247	405
<b>B. CORTO PLAZO PÚBLICO Y PRIVADO</b>	1,362	1,092	1,277	1,356	1,749	1,551	1,617	1,919	2,139	1,929	2,471
1. Créditos comerciales y financieros	978	728	789	837	781	842	802	1,001	1,206	1,201	1,533
2. Sistema bancario	384	364	488	519	968	709	815	918	933	728	938
a. Banco Central de Reserva del Perú	66	63	148	217	650	363	494	599	493	239	278
b. Banco de la Nación	212	143	158	169	182	208	176	151	138	119	2
c. Banca múltiples	83	115	132	84	78	90	69	91	225	287	562
d. Banca de fomento	23	43	50	49	58	48	76	77	77	83	96
<b>C. DEUDA EXTERNA TOTAL (A+B)</b>	11,849	12,877	14,904	17,634	17,964	18,609	19,856	20,787	21,409	22,157	23,429

1/: Preliminar.

2/: Hasta el año 1990, incluye ajuste por variación de tipo de cambio. Considera el costo financiero del servicio impagado de la deuda pública con el Club de París y JAPECO; así como, las condonaciones de deuda con Suiza y los Países Bajos.

3/: Incluye el tramo de Reserva del FMI (US\$ 29 millones) y el efecto tipo de cambio de la deuda con el FMI.

Fuente: BCRP, Nota Semanal; MEF-Dirección General de Crédito Público (DGCP).  
Elaboración: Subgerencia del Sector Externo.



equivalentes a US\$ 950 millones (sin incluir el servicio de la deuda al FMI).

Esta cantidad es similar a la de 1993 (US\$ 915 millones). No sabemos si en este cálculo se ha previsto el aumento de la tasa de interés, ocurrido en el último año. El monto previsto coincide con el hecho que los acuerdos vigentes, con el Club de París, rigen hasta 1996 y no se espera que, este año, se concrete un Plan Brady.

Vale la pena destacar que cualquier acuerdo con la banca privada (Plan Brady) aumentará la relación señalada porque, actualmente, dicha deuda no se está sirviendo.

### Flujo neto

En el período junio de 1990 a diciembre de 1994, el flujo neto de la deuda externa fue negativo en US\$ 1,241 millones.

El flujo neto negativo más importante, en el período, es el que se tiene con los países de América Latina, ascendente a US\$ 457 millones. Esto se debe, en gran medida, a la no concertación de nuevos préstamos y al hecho que las deudas se están pagando automáticamente con los flujos comerciales, a través del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI.

Hasta 1993, el flujo neto negativo más importante se registró con los organismos multilaterales (Banco Mundial, BID, FLAR, CAF, sin incluir al FMI). Sin embargo, en 1993 y 1994, el flujo neto con estos organismos fue positivo en US\$ 24 y 99 millones, respectivamente.

En 1994, el flujo neto con el Club de París fue altamente negativo y ascendió a US\$ 273 millones.

### INVERSIÓN EXTRANJERA: STOCK, FLUJO Y TENDENCIAS SECTORIALES

Durante el año 1994, el flujo de inversión extranjera fue significativo, rompiendo todos los

pronósticos, aún los más optimistas. Sin embargo, es de tener en consideración que este aumento se dio en un contexto internacional favorable; como resultado, principalmente, del proceso de privatización, de la introducción de un nuevo marco legal e institucional, y por la mayor estabilidad política del régimen.

Es probable que el año pasado signifique un techo en la captación de estos recursos privados extranjeros, en la medida en que la situación internacional va transitando hacia un racionamiento de capitales con altas tasas de interés y un incremento relativo del riesgo-país latinoamericano. Sin embargo, es evidente que ya están en camino importantes transformaciones en la estructura productiva nacional, imponiendo nuevos retos a la política y gestión macroeconómica.

### La evolución de la IDE

El **stock** de la IDE, al 31 de diciembre de 1994, ascendió a US\$ 4,403.12 millones. El **flujo**, durante el año, fue de US\$ 2,721.15 millones, representando un crecimiento de 161.8% respecto al **stock** de 1993; monto, sin precedentes, que significó un salto sustancial en la tendencia creciente que venía mostrando la IDE desde 1992<sup>7</sup> (véase el cuadro 15).

Esta magnitud fue reflejo directo de las importantes **privatizaciones** efectuadas, durante el año, entre las que destacan: la de CPT y ENTEL, las de empresas de distribución de Energía y, en el último trimestre, las de empresas estatales mineras como Tintaya y la Refinería de Zinc de Cajamarquilla<sup>8</sup>.

La composición del **stock** por **sectores económicos**, indica que la IDE está concentrada en tres sectores: Comunicaciones (45%), Minería (19%) e Industria (12%), representando en conjunto el 77%. Si incluimos Energía (8%) y Finanzas (6%), el porcentaje sube a 91%. Luego, son los sectores **no transables** de servicios públicos, los que reflejan una mayor participación (59%), seguido por el sector minería (véase el cuadro 16).

7 Con esta cifra, la IDE pasa de un promedio de US\$ 150 millones anuales a, probablemente, un monto superior a los US\$ 1,000 millones anuales. Los datos no consideran cerca de US\$ 300 millones de inversión no registrada, que se viene arrastrando de períodos anteriores (Banco Popular, Aeroméxico, Banker's Trust, ING, Cyprus, Mantos Blancos). Al respecto, ver Conite; *Perú: Estadísticas de Inversión Extranjera*, Lima, febrero 1995.

8 Tintaya fue vendida el 6 de octubre, por un valor de US\$ 218 millones, a la Magma Cooper (USA), US\$ 196.3 millones en efectivo y US\$ 21.7 millones en papeles de la deuda. La Refinería de Zinc de Cajamarquilla fue vendida el 4 de noviembre, por un valor de US\$ 193 millones, a Comimco/Marubeni Corp., US\$ 153 millones en efectivo (cuota inicial de US\$ 41 millones y cuotas de US\$ 4 millones mensuales por cuatro años) y US\$ 40 millones de papeles de la deuda. También se vendieron Cementos Norte Pacasmayo, la planta de Chicama de Pesca-Perú, entre otras.

En lo que va del período de gobierno, 1990-1994, el flujo total generado ascendió a US\$ 3,072.75 millones, de los cuales, prácticamente, el 90% respondió a las privatizaciones en el sector Comunicaciones, Minería y Energía. Sólo la privatización en el sector Comunicaciones, representa el 65% de los flujos de IDE del período. Descontando el efecto de las privatizaciones más importantes, la IDE ha tenido un crecimiento por debajo de los US\$ 300 millones; esto es, menos de US\$ 75 millones anuales en promedio.

### Origen del capital e inversión futura

Los países más dinámicos, en el aporte de capitales (flujos), fueron: España (67%), Reino Unido (8%), Países Bajos (7%), Chile (5%), China (4%) y Estados Unidos (4%). Mientras que España y China muestran una opción sectorial definida (comunicaciones y minería, respectivamente), el resto de países muestra mayor diversificación. Chile es el ejemplo más nítido de alta diversificación (minería, energía, industria, comercio, finanzas).

**Cuadro 15**  
**STOCK Y FLUJO DE IDE 1990-1994** <sup>1/</sup>

	Stock	Flujo
1990	1,330.37	43.09
1991	1,370.06	39.69
1992	1,530.75	160.69
1993	1,681.97	151.22
1994	4,403.12	2,721.15

1/ : Incluye privatizaciones.

Fuente: CONITE

La inversión futura estimada asciende a US\$ 4,861.7 millones, destacando las inversiones de la Telefónica con US\$ 1,000 millones (20.6%). La inversión restante, prácticamente, está concentrada en el sector minero-petrolero.

A parte de los sectores comunicaciones y recientemente energía, de exitosa captación de IDE por privatización, destacan por su contraposición, en los resultados al respecto, los sectores minero e industrial.

### Minería: *Boom ad portas*

En el caso del sector minero se aprecia un importante dinamismo, al haber captado cerca de US\$ 416 millones (incluye privatizaciones) en el período 1990-1994. Más de US\$ 100 millones, en promedio, anuales. En este sector se ubican, a parte de capitales chinos en Hierro Perú, capitales básicamente norteamericanos -orientados a la actividad minera y petrolera- y, en menor medida pero en importante magnitud, capitales chilenos: Magma Cooper Company (EE.UU) en Tintaya S.A., Mantos Blancos (Chile) en Quellaveco, entre otros.

La importancia del sector destaca por los compromisos de inversiones futuras en más de US\$ 2,300 millones (US\$ 1,800 logrados a través de privatizaciones y la diferencia por los nuevos proyectos de inversión privada), lo que ha llevado a algunos analistas a pronosticar un 'boom minero'.

Según estimaciones recientes del Ministerio de Energía y Minas (a junio de 1994), sobre la base de una encuesta a las empresas del sector (nacionales y extranjeras), el flujo de inversión para el período 1995-2003 sería alrededor de US\$ 8,682

**Cuadro 16**  
**STOCK Y FLUJO DE IDE POR SECTORES ECONÓMICOS 1990-1994**  
(US\$ millones y estructura porcentual)

Sector	Stock 1994	EST. %	Stock 1990	EST. %	Flujo 1990-94	EST. %
Comunicaciones	2,002.20	45.47	0.01	0.00	2,002.19	65.16
Minería	838.49	19.04	421.98	31.72	416.51	13.55
Industria	547.92	12.44	437.64	32.90	110.28	3.59
Energía	364.25	8.27	2.85	0.21	361.40	11.76
Finanzas	248.99	5.65	136.32	10.25	112.67	3.67
Comercio	228.33	5.19	198.24	14.90	30.09	0.98
Otros	172.94	3.94	133.33	10.02	39.61	1.29
Total	4,403.12	100.00	1,330.37	100.00	3,072.75	100.00

Fuente: CONITE

millones (incluye actividades de exploración, expansión y factibilidad)<sup>9</sup>.

De ser así, se produciría un incremento del Valor Bruto de Producción minero del orden del 110%, originando, por lo tanto, una más que 'duplicación' de los ingresos de exportación minera, de no variar significativamente los precios, en los que destacarían el cobre y el oro<sup>10</sup>. Esto es, se estima que las exportaciones mineras pasarán de US\$ 1,966 millones en 1994 a US\$ 4,084 millones en el año 2003.

### Inversión de cartera

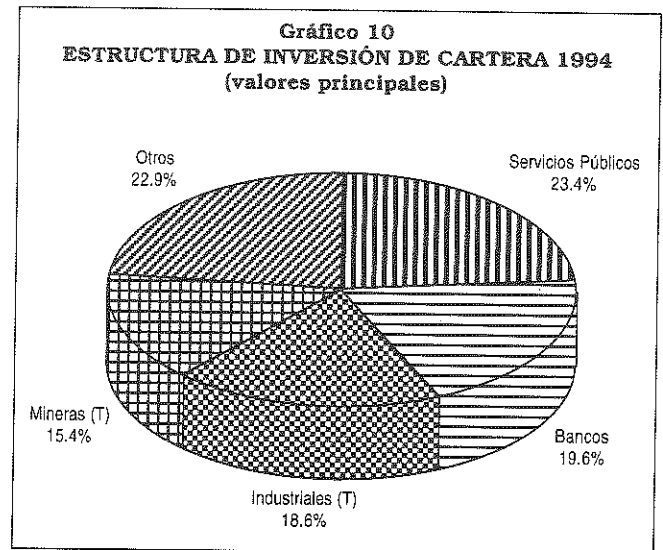
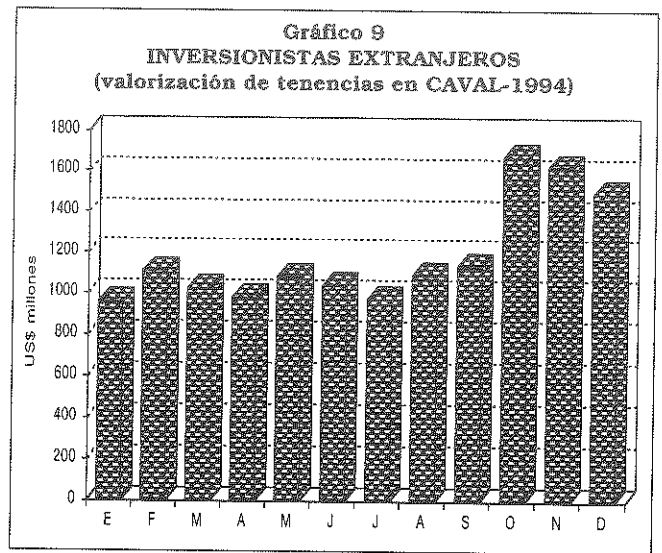
La inversión extranjera de cartera, expresada en la tenencia de acciones registradas en la Caja de Valores de Lima (CAVAL), al 31 de diciembre de 1994, alcanzó los US\$ 1,494.6 millones. Este nivel constituye el 63.7% del total de las tenencias registradas en el año y representó un crecimiento de 117.6%, respecto al valor de las tenencias de 1993 (US\$ 686.8 millones).

Durante el año, la valorización mensual de las tenencias extranjeras mostró un relativo crecimiento, con excepción del último trimestre en que se observó un fuerte incremento y una disminución significativa (véase el gráfico 9). Se pasó de US\$ 1,673.6 millones en el mes de octubre (valor pico del año y 48% mayor al valor del mes de setiembre)<sup>11</sup> a US\$ 1,494.62 millones en diciembre, produciéndose una pérdida de US\$ 180 millones (-10.7%). El resultado corresponde tanto a una disminución del valor de las acciones de primera pizarra (*blue chips*), de los tenedores extranjeros, como a una menor tenencia de las mismas. Hecho que puede estar reflejando cierta sensibilidad de los inversionistas por el aumento progresivo de las tasas de interés norteamericanas y la crisis mexicana que se desató el 20 de diciembre.

Sin embargo, una de las características saltantes de esta inversión extranjera de cartera es que están concentradas en valores de alta rentabilidad y seguridad, a largo plazo, como las de Servicios Públicos (23.5%) y Bancos (19.6%), Industriales (18.6%) y Mineras de Trabajo (15.4%) (véase el

gráfico 10). Esta situación, hasta cierto punto, podría contrarrestar la decisión de una salida rápida o abrupta de capitales ante *shocks* externos desfavorables.

En cuanto al origen del capital, destacan la posición dominante de capitales norteamericanos con el 57.1% del total de tenencias, le sigue el capital inglés (14.6%) y el panameño (5.26%); luego, siguen Luxemburgo (4.7%) y capitales chilenos (4.4%). El resto de capitalistas posee tenencias inferiores al 4%.



9 Ver Ministerio de Energía y Minas; *Plan Referencial de Minería 1994-2003*. Lima, 1995.

10 Las exportaciones de oro cerraron el año en alrededor de US\$ 300 millones y se preve, para 1995, una magnitud de US\$ 500 millones. Así, pasaría a ser el primer producto de exportación peruano.

11 El ciclo expansivo se inició en el mes de setiembre. En dicho mes subió la cotización de las mineras debido a las fuertes expectativas positivas sobre el crecimiento del sector y los precios internacionales en alza. Posteriormente, se diversifica a los demás sectores por el importante crecimiento registrado en la economía y las utilidades esperadas para fines de 1994.

## II REGULACIÓN MONETARIA Y CAMBIARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL PERÚ<sup>1</sup>

### LA EXPERIENCIA DE ARGENTINA, CHILE Y MÉXICO

José María Fanelli<sup>2</sup>

#### I. CAMBIOS FUNDAMENTALES EN LOS NOVENTA

América Latina pasó de un estricto racionamiento del crédito internacional, en los años ochenta, a un contexto de alta fluidez en los movimientos de capital en la década de los noventa. Junto a éste, se produjo otro cambio, en la forma de hacer política económica y en la estrategia de desarrollo de América Latina que, de acuerdo al Consenso de Washington, comprende medidas como la privatización, la liberalización del comercio, la apertura de la cuenta capital y la desregulación de la economía.

Como ambas transformaciones coincidieron, es muy difícil identificar qué fenómenos de los que estamos observando en los noventa se deben a los cambios estructurales en la economía y cuáles otros a los cambios en la dinámica de los mercados de capital. Lo único claro es la oportunidad que se le abre a América Latina, en la década de los noventa, para hacer la reforma estructural sobre la base del aumento de los flujos de capital habido en 1990-94, cuando se levanta el racionamiento del crédito con sorprendentes bajas tasas de interés.

La primera cuestión a discutir es si los manejos de política cambiaria y monetaria y las reformas estructurales, que se introdujeron de forma simultánea, son o no atinentes para lograr el desarrollo. La segunda cuestión es si las diferencias que existen entre los distintos países nos pueden enseñar algo al respecto.

#### II. OBJETIVOS DE CORTO PLAZO

Los programas de ajuste de los años noventa en América Latina, tienen como primer objetivo la lucha contra la inflación, por encima de cualquier otro, sea de crecimiento o de desempleo. Todo está

supeditado al logro de una tasa de inflación baja, de un solo dígito anual, a pesar de que los países de la Región habían estado acostumbrados a tener tres o cuatro dígitos de inflación anual.

El segundo objetivo consiste en el equilibrio del sector externo, con un cambio respecto a los ochenta. En ese entonces, con un mercado de crédito internacional racionado, lo importante era poner en equilibrio la cuenta corriente. Ello implicaba, para todos los países de América Latina altamente endeudados, un superávit comercial elevado que más o menos compensara el déficit de la cuenta de servicios financieros. En la década de los noventa, con mayor fluidez de capitales, el objetivo es mantener la balanza de pagos en equilibrio. Ello significa una política monetaria y una política cambiaria que en el corto plazo, léase un año, permita cerrar las cuentas del sector externo, con cierto déficit en la cuenta corriente. Se trata ahora de conseguir los capitales que tienen que financiar este déficit. Para lograrlo habrá que manejar, por ejemplo, el tipo de cambio, la certidumbre respecto al tipo de cambio futuro, las tasas de interés. Esto le da un mayor grado de libertad al manejo de la política monetaria y cambiaria.

A los dos objetivos anteriores: control de la inflación y equilibrio de la balanza de pagos, se suma un tercero, el tipo de cambio real, que también tuvo importancia en la década de los ochenta. Cuando el objetivo era cerrar la cuenta corriente en cero, el nivel de ésta determinaba el tipo de cambio real y como había que tener un superávit comercial enorme, el objetivo de política era mantener un tipo de cambio real alto y sobre el nivel de equilibrio de largo plazo. En los noventa, ya no es preciso. El tipo de cambio queda ahora determinado por el nivel del flujo de capital que el país puede tener. Este es un cambio importante en el manejo de la política monetaria y cambiaria de corto plazo y que también afecta mucho el largo plazo.

1 Resúmenes elaborados por Juan Nunura sobre la base de la grabación del conversatorio.

2 Doctor en economía y profesor de la Universidad de Buenos Aires, investigador titular del Centro de Estudios de Estado y Sociedad y asesor de la Cámara de Diputados de Argentina.

### III. PARADIGMAS POR PAÍSES

#### a) **Argentina: moneda endógena y tipo de cambio fijo**

Ningún país en América Latina 'flotó' en sentido estricto durante este período. Pero, entre los que no 'flotaron' hubieron algunos que 'flotaron' de manera sucia, por ejemplo con bandas; y otros que fijaron el tipo de cambio directamente.

Uno de los paradigmas de esa política es Argentina. Se pasa a un régimen de convertibilidad con tipo de cambio fijo y *backing* monetaria del 100%. Se autoprohíbe emitir dinero si no es con base en las reservas y se fija, para siempre, el tipo de cambio por ley del Congreso. Esta es una forma de renunciar a tener una política monetaria independiente. En ese contexto, la oferta monetaria, dada la fijación del tipo de cambio nominal, queda determinada endógenamente por el nivel de entrada de divisas. Cuando hay una entrada de capital la economía se monetiza, si las divisas salen, se desmonetiza. El punto central es que en Argentina, hasta ahora, todo fue a favor. Una vez fijado el tipo de cambio empezaron a entrar capitales, coincidentemente, por la gran caída de la tasa de interés internacional y el reflujo de capitales hacia el Sur. Argentina tuvo, entonces, un régimen cambiario fijo con política monetaria endógena, con una entrada de capitales que le permitió una continua expansión de la oferta monetaria y del crédito.

Esta última ha determinado la expansión del nivel de actividad y una presión sobre los precios de los bienes no transables, con niveles de inflación superiores a los internacionales. Esto se tradujo, en Argentina y en otros países, en un atraso cambiario significativo. Por lo tanto, se originó, primero, una disminución del superávit comercial y, después, un aumento muy fuerte del déficit comercial que condujo, a su vez, a un incremento muy pronunciado del déficit en cuenta corriente. Pero, como había financiamiento, nadie se hacía problema por esto. Argentina creció alrededor de 30% en cuatro años, bajó la inflación desde tasas superiores al 100% a 3 ó 4% anual y la oferta monetaria subió de manera espectacular. Así, todo el mundo tenía crédito para comprar, era un estado de felicidad total, que se acabó cuando México colapsa. Entonces, nos deja con un problema.

#### b) **Chile: banda cambiaria y claridad en el largo plazo**

El otro paradigma es Chile. Aquí los objetivos prioritarios son la inflación, el equilibrio de la

balanza de pagos y, también, la apuesta por el largo plazo; es decir, por un modelo exportador. El nivel de actividad de la economía está muy relacionado con el nivel de exportaciones, que representa un tercio del producto. La apuesta de Chile es básicamente por un sistema cambiario con bandas y un tipo de cambio real estable en el largo plazo.

Entonces, primero, se maneja el tipo de cambio de forma tal de elegir las bandas y garantizar a los exportadores que en el largo plazo, el tipo de cambio real no se atrase. Pero, en el corto plazo, el tipo de cambio nominal puede fluctuar dentro de la banda para desaparecer las ganancias de corto plazo. Es decir, desincentiva fuertemente la entrada de capitales especulativos e incentiva la inversión extranjera directa. Esta última, constituye en Chile gran parte de las entradas de capital extranjero. Esta es una diferencia que tiene Chile con el resto de países.

La segunda cuestión es que Chile pone ciertas barreras a la entrada de capitales de corto plazo. Este tipo de capitales del exterior están obligados a hacer un depósito del 30% sobre el monto total, sin derecho a intereses. Por lo tanto, la tasa de interés, que se tiene que conseguir en Chile para que sea rentable traer capitales, es muy alta y así, también, desincentiva los capitales de corto plazo. Este encaje no existe para los capitales de largo plazo.

Pero, hay una cuestión más. Aún con el ruido cambiario y los encajes, Chile tuvo problemas para manejar los flujos de capital de corto plazo. Entonces, aplicó una tercera medida: esterilizó los flujos de capital, colocando bonos para absorber la expansión monetaria debida a los aumentos de capital. En suma, Chile manejó varios instrumentos, las bandas, los encajes y la esterilización, para defender el tipo de cambio real.

#### c) **México: un mix**

México adoptó una mezcla del modelo argentino con el chileno. Pasó de generar grandes superávit comercial y de cuenta corriente, en la década de los ochenta, a tener déficit también grandes en dichas cuentas, en los años noventa. Después del gran ajuste que hizo en los ochenta, México recibió enormes cantidades de capital, produciéndose un atraso cambiario muy fuerte. Se movió con bandas, pero con una rarísima: la parte de arriba subía pero la parte de abajo no. Entonces, el tipo de cambio se podía apreciar libremente. Además, esterilizó pero muy poco y tuvo problemas en el



sistema financiero. Esto es muy importante para entender lo que pasó en México desde diciembre de 1994.

La discusión en los países que tienen atraso cambiario, como México y Argentina, se centra en la importancia o no del mismo. Para estos países no era problema tener déficit en cuenta corriente con atraso cambiario porque, justamente, la reforma estructural que estaban haciendo aumentaría la productividad espectacularmente, compensando la caída del tipo de cambio real. México y Argentina, atrasarían primero el tipo de cambio y luego aumentarían fuertemente la productividad y la competitividad, para exportar. Ello era una nueva teoría porque, en general, los países primero ganan en productividad y después se aprecia el tipo de cambio; no al revés. Por ejemplo, los japoneses empezaron con la moneda devaluada y hoy el yen tiene mucho valor porque, primero, aumentó la productividad. La idea de México y Argentina era novedosa, pero, México probó que ésta, en principio, es bastante riesgosa.

México mostró en 1992 y 1993 un déficit en cuenta corriente de US\$ 23 mil millones anuales y un flujo de capitales por US\$ 29 mil millones en el primer año y US\$ 27 mil millones en el segundo. Es decir, financió el déficit y aumentó las reservas internacionales. Lo mismo, *mutatis mutandis*, pasó en Argentina aunque los números son más pequeños y el desequilibrio es menor. En 1994, México generó el déficit más alto, de US\$ 28 mil 500 millones, pero solamente entraron capitales por 19 mil millones y después del 20 de diciembre de 1994 dejaron de entrar capitales e inclusive están saliendo. Como en 1994, entraron menos capitales y se generó mayor déficit, la primera señal de desconfianza que recibieron los operadores en el mercado financiero era que México había perdido 10 mil millones de reservas y como sigue perdiendo reservas, es un país que dudosamente puede pagar.

México, además, hizo dos cosas desacertadas desde el punto de vista del manejo de la política monetaria. Primero, en algún momento, esterilizó con aumentos de la deuda pública. Segundo, lo más importante de todo, fue prestamista de última instancia de los bancos comerciales con fondos de la deuda pública. En efecto, al expandirse fuertemente el crédito, por la gran entrada de capitales, era obvio que la calidad de la asignación de recursos empezó a resentirse porque los primeros que toman créditos son buenos, después se busca a los que no lo son tanto. Así, el Banco de México prestó en 1994, 7 mil millones de dólares a los bancos

comerciales, pero con fondos de deuda pública doméstica debido a que la entrada de capitales estaba 'retrocediendo'.

En suma, México pierde reservas, el sistema bancario tiene problemas, el gobierno sale a apoyarlo y coloca deuda pública. En esas condiciones, el inversionista se pone alerta o trata de irse. Si no hubiera deuda que vence muy rápido no habría problema financiero, aún con pérdida de reservas. El problema es que gran parte de la deuda vence en un año o menos. El stock de deuda interna total que tenía México, a diciembre de 1994, era de 69 mil millones de dólares, de los cuales los acreedores tienen 40 mil 600 millones de dólares líquidos, para llevárselos de México. Pero sólo pueden llevarse la reserva que tiene México y, cuando devaluó, esa reserva estaba entre 10 y 12 mil millones de dólares. El que podía irse se iba. Entre enero y febrero de 1995, la reserva de México era sólo de alrededor de 2 mil millones de dólares. El rescate americano, por 50 mil millones de dólares cuando la deuda que vence es de 40 mil millones, aún es insuficiente, dado que no se desembolsa de una vez y no se sabe si llegará todo el monto este año. México ha recibido hasta hoy 10 mil 200 millones, de los cuales ya se gastó 7 mil en poco tiempo.

En resumen, México apostó a que en el largo plazo se aumentaba la productividad de manera impresionante, con lo cual se incrementaban las exportaciones, se equilibraba la cuenta corriente y se seguía un sendero de crecimiento a largo plazo. En el medio se acumuló una 'bicicleta' financiera espectacular, deuda de corto plazo prácticamente impagable y problemas políticos a los que todos los países están expuestos.

#### **IV. CONCLUSIONES: Los márgenes de política son difíciles**

Los márgenes para hacer política en un contexto como el de Chile, México y Argentina, a pesar de ser beneficioso, son muy difíciles.

Las lecciones que se pueden derivar son: primero, la política monetaria y cambiaria en Chile es superior a la de México, porque en el corto plazo está mucho menos expuesta a cualquier shock interno o externo. Segundo, los problemas macroeconómicos de corto plazo, como los crecientes déficit de cuenta corriente y cuenta comercial que pueden llegar a ser insostenibles, difícilmente se solucionan con medidas de largo plazo, como aumentos de productividad. Los resultados de las reformas estructurales, en particular, los de Méxi-

co y Argentina, indican que efectivamente la productividad aumentó pero no fue un aumento generalizado y tampoco suficiente para compensar un significativo atraso cambiario. Tercero, los aumentos de productividad, como en Argentina y México, ocurrieron porque, entre otras cosas, desapareció el sector productor de bienes de capital frente a los nuevos aranceles. Entonces, las exportaciones industriales aumentaron notablemente, pero las importaciones también y se siguió manteniendo el déficit del sector industrial. Por tanto,

ahora tienen déficit igual que antes, mayor productividad pero, como la economía está más abierta, se necesitan más dólares en términos absolutos.

El caso de México ilustra la fragilidad de estas recetas. Argentina pone en claro que, para mantener el esquema de tipo de cambio fijo nominal, la recesión que se va a pagar será muy grande. Mientras tanto, Chile parece estar capeando mejor el temporal.

## PANEL : EL CASO PERUANO

### LA VULNERABILIDAD SURGE DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Oscar Dancourt

Uno de los puntos centrales, señalado por José María Fanelli, es que el nuevo diseño de reformas estructurales y políticas de corto plazo, aplicado en América Latina en los últimos cinco años, es vulnerable ante *shocks* externos. Voy a centrar mi primer comentario en este asunto. Tengo la impresión que la vulnerabilidad surge más de las reformas estructurales que de las políticas monetarias y cambiarias. La primera reforma es la apertura de la cuenta capital, la libre entrada y salida de capitales. En América Latina eso significa, como ya ha pasado antes, que nos sujetamos al ciclo económico norteamericano; cuando en EE.UU las tasas de interés bajen los capitales vendrán a América Latina, cuando las tasas de interés suban los capitales saldrán. Sin embargo, existe una asimetría importante. Me sorprende, por ejemplo, el nivel alcanzado por las tasas de interés en Argentina y México, y que siendo tan superiores a las de Estados Unidos, la salida de capital no pare.

La vulnerabilidad ante *shocks* externos se deriva de la combinación entre la apertura de la cuenta de capital y la apertura comercial. La apertura comercial es, a mi entender, la razón básica que genera estos déficit comerciales. En todos los países que uno observa, la razón importaciones sobre el PBI ha subido fuertemente. En aquéllos en que las exportaciones crecen, como Argentina y México, tampoco ha sido posible evitar el surgimiento de un déficit comercial muy grande. Si a esto se agrega el hecho de un atraso cambiario más o menos general, entonces, se tiene un déficit comercial muy fuerte, financiado con entrada de capital de corto o cortísimo plazo. Entonces, el

sistema es muy vulnerable a *shocks* externos, que provienen de Estados Unidos, como el alza de la tasa de interés. La vulnerabilidad surge de esta combinación de reformas y no tanto de la política monetaria y cambiaria. Ahí es donde Chile hace la diferencia. En primer lugar, por las trabas que ha impuesto a la libre entrada y salida de capitales de corto plazo. Esta es una idea antigua, que viene desde Tobin, cuando propuso poner un impuesto para reducir este movimiento de capitales, a corto plazo, entre los países industrializados. La otra cosa, que hace diferente a Chile, es que tiene un sector exportador fuerte, construido en la década de los ochenta. Chile es una economía de exportación, que trava el movimiento de capitales. Los otros países son, desde mi punto de vista, economías de importación, con libre entrada y salida de capitales; su propensión a quebrarse ante *shocks* externos fuertes es mucho mayor.

La otra cuestión que voy a comentar es sobre las políticas monetarias y cambiarias. Pensaría en una clasificación distinta, en economías dolarizadas *versus* economías no dolarizadas. Creo que el mecanismo de operación macroeconómico es muy distinto en las economías dolarizadas de las que no lo están. Comparemos el caso de Argentina y Perú donde, en verdad, existen tres dineros. Argentina tiene un tipo de cambio fijo en pesos *versus* dólares y también, en Argendólares (como le llaman ellos) *versus* USA dólares (uno a uno). En el Perú, esto último es igual. ¿A qué tasa se cambia un Perúdólar por un USA dólar? A la tasa de uno y el Banco Central, implícitamente, garantiza que sea así. Por ejemplo, ahora que hay una cierta salida de capitales, el Banco Central otorga

redescuentos en dólares a la banca comercial. ¿Cuál es la diferencia? La diferencia es que el tipo de cambio moneda doméstica versus dólares, allá es fijo y aquí es flexible. Ellos tienen meta cambiaria y nosotros, meta monetaria; esta diferencia es relevante para la etapa de estabilización. Si se compara la experiencia de desinflación argentina con la experiencia de desinflación peruana, es evidente que la desinflación argentina ha sido mucho más rápida y menos costosa que la peruana. Pero, esta diferencia no es relevante cuando pensamos en una salida de capitales, donde los Perúdólares o Argendólares quieren transformarse en USAdólares.

El problema sería más manejable si no existiesen esos déficit comerciales. Por ejemplo, en el caso

del Perú se dice que las Reservas Internacionales son US\$ 6,000 millones, mientras el total de soles equivale a US\$ 1,500 ó US\$ 2,000 millones. Pero, esos no son los únicos activos que eventualmente se quieren cambiar contra USAdólares; también existen, por ejemplo, las acciones y los Perúdólares. Entonces, si miramos las reservas en términos de todas las cosas que hay que cubrir, esas reservas resultan pequeñas, tenemos que cubrir la eventual demanda de conversión de Perúdólares en USAdólares, la eventual demanda de conversión de soles en dólares y encima, como no se pueden financiar los déficit comerciales con Perúdólares sino con USA dólares, tenemos que las reservas tienen que cubrir los déficit comerciales. Todo esto, sin tomar en cuenta el problema de la deuda externa.

### ÉNFASIS EN EL ANCLA MONETARIA O CAMBIARIA, SEGÚN LAS CIRCUNSTANCIAS

Las políticas monetaria y cambiaria tienen que analizarse en el contexto del programa de estabilización y de las reformas estructurales. En el Perú, el problema fundamental, al iniciar el programa económico actual, era eliminar la hiperinflación. Este programa de estabilización tenía dos elementos centrales; uno, era eliminar los desequilibrios fundamentales, particularmente el desequilibrio fiscal y el otro, era la selección de las 'anclas nominales'. Hoy, nadie discute ni duda de la importancia de mantener el equilibrio fiscal.

En la selección de las anclas, sí hay discusión. Para Stanley Fischer, "no existe análisis alguno que demuestre la superioridad de un ancla sobre la otra en todas las circunstancias; es decir, del ancla monetaria o del ancla cambiaria, ambas tienen ventajas y desventajas". En el caso peruano, se ha escogido un sistema híbrido, donde nos movemos en rangos, tanto en la variación de los agregados monetarios como en el tipo de cambio, con límites no preanunciados, que pueden acortarse o ampliarse de acuerdo con las circunstancias. Al inicio del programa económico se enfatizó un ancla cambiaria, después se enfatizó el ancla monetaria, pero, evitando fluctuaciones bruscas en el tipo de cambio. Cuando el tipo de cambio cae mucho, el Banco Central de Reserva (BCR) interviene tratando de defender un piso y cuando sube mucho, interviene vendiendo divisas. Además, realiza operaciones de esterilización, en los casos

Martha Rodríguez

que se requiere. Se podría decir que este sistema no da señales claras; sin embargo, los resultados obtenidos son positivos hasta ahora y, por otro lado, le da cierta flexibilidad al Banco Central para actuar. El sistema requiere de una coordinación muy estrecha con el fisco porque, obviamente, el fisco -durante el año- va generando superávit o déficit y eso tiene que estar coordinado con la política monetaria y cambiaria. En esta coordinación algunas veces se han cometido errores, pero se han corregido en el camino. En el Perú es nuevo hacer política monetaria activa, la cual requiere de un monitoreo muy estrecho. El BCR tiene que estar observando todas las variables macroeconómicas fundamentales para ir ajustando la política monetaria y cambiaria.

Por los resultados obtenidos, hasta el momento, soy optimista respecto de la economía peruana. Se critica que la inflación ha bajado de manera muy lenta, creo también que pudo ser más rápida, si no se hubieran cometido errores; por ejemplo, en el sector fiscal. En cierto momento hubo una política errática de precios públicos, que distorsionó las expectativas; hubieron shocks tributarios; marchas y contramarchas que en el camino se han ido corrigiendo. En ciertos momentos, también hubo interferencia del MEF en la política monetaria, la cual no es conveniente. El Banco Central es el que tiene que llevar las riendas sobre la política monetaria y cambiaria, dos entes no pueden estar

tomando decisiones sobre una misma variable. Hay cierto atraso cambiario, pero nadie sabe cuál es su magnitud. La entrada de capitales ha estado financiando el déficit en cuenta corriente; sin embargo, a diferencia de otros países, gran parte de esos capitales son de largo plazo y no capitales 'golondrinos'.

Creo que el efecto 'tequila' nos ha afectado menos que a otros países de la Región. Aunque se ha mezclado un tanto con el conflicto fronterizo, la hemos pasado relativamente bien. Hemos estado con cierto retraso cambiario pero hubo ganancia y no pérdida de reservas, no tenemos esa deuda de corto plazo como los tesobonos mexicanos. Aunque se produjo una caída en la bolsa de Lima, ésta ocurrió en todas las bolsas de Latinoamérica. En

el mercado cambiario hubo algún retiro de depósitos, pero ya están regresando. Es cierto que el Banco Central ha otorgado redescuentos en moneda extranjera, pero es lo que le correspondía hacer. El BCR tiene que regular la liquidez tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Con relación a la apertura, una economía pequeña, como la peruana, tiene que ser muy abierta, todavía tenemos que aumentar más las exportaciones y las importaciones. La vulnerabilidad de la que se habla, por la apertura de la cuenta de capitales, la veo un tanto positiva, aunque resulte algo paradójico, porque pone un freno adicional para evitar experimentos y obliga a manejar en forma responsable la política macroeconómica. No estamos exentos de riesgos, pero la situación es manejable en el futuro.

## LA POLÍTICA MONETARIA FRENTE AL INFLUJO DE CAPITALES

Renzo Rossini

Desde 1990 se empezó a registrar una notoria caída de las tasas de interés internacionales (la LIBOR bajó de 8 a 3% entre 1990 y 1992), reflejando principalmente la recesión en los países desarrollados. Esto se tradujo en volúmenes significativos de ingresos de capital hacia los mercados emergentes. Considerando la asociación entre tasas de interés y ciclo económico en los países desarrollados, en diversos estudios se enfatizó la transitoriedad de estos flujos, recomendándose medidas para aislar a las economías pequeñas de los efectos de movimientos abruptos de capital. Así, se plantearon recomendaciones en favor de límites al influjo de capitales del exterior y/o elevación de los requerimientos de encaje, acompañados de una austeridad fiscal que ponga un contrapeso a un volumen de financiamiento que no se sostendría permanentemente.

En el Perú, en la práctica se ha ejecutado una combinación de las recetas mencionadas porque, junto a la mayor austeridad fiscal, la imposibilidad de resolver el problema generado por la abultada deuda impaga a la banca comercial, limitaba el acceso al financiamiento comercial externo. Esta situación resultó en una barrera implícita al movimiento de capitales y no ha permitido un sobreendeudamiento del sector privado con el exterior, como ha sido el caso de otras economías. Debe notarse que esto no justifica que no deba resolverse el problema con los bancos, sino que aclara que no era necesaria la aplicación de controles a los

capitales externos. Adicionalmente a esta restricción implícita, desde 1991, se elevó los requerimientos de encaje sobre los depósitos en moneda extranjera porque los volúmenes de financiamiento que implicaban, resultaban incompatibles con los objetivos macroeconómicos y con la estabilidad misma del sistema financiero. Entre 1991 y 1994 se produce un aumento de depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario de US\$ 4,4 miles de millones, la mitad de los cuales pasan a estar depositados en el Banco Central.

Las restricciones implícitas y explícitas a la expansión del crédito al sector privado, como cualquier interferencia en los mercados, son de efectividad decreciente en el tiempo, porque existen múltiples formas para que el sector privado acceda a formas alternativas de crédito. Por otro lado, los controles de capitales tienen el riesgo de distraer la atención respecto de la necesidad de aplicar políticas fiscales más austeras. Asimismo, dichos controles pueden conducir a una generalización paulatina de las restricciones cambiarias. En mi opinión, se sobreestima la importancia de los controles de capitales en otros países, sobre todo si no se analiza el contexto de sus políticas macroeconómicas.

Un aumento transitorio y significativo en el influjo de capitales limita, definitivamente, la efectividad de la política monetaria como mecanismo de estabilización. Si el caso es el de un tipo de



cambio fijo, el crecimiento de la emisión primaria generada por la monetización de divisas puede producir una expansión inflacionaria del dinero y el crédito. Con un tipo de cambio determinado por una flotación limpia, el influjo conlleva una apreciación de la moneda nacional que compromete la viabilidad externa a un costo intolerable en la producción y el empleo.

Ante las limitaciones de la política monetaria en el contexto descrito, la política fiscal pasa a tener un rol protagónico en el campo de la estabilización de la demanda agregada. Sin embargo, la definición y ejecución de la política monetaria mantiene un rol protagónico en la lucha contra la inflación. En el caso peruano, se han dado pasos fundamentales para que la estructura legal -en la que se desenvuelve la política monetaria- brinde la confianza de que no se volverán a repetir la causas de la reciente hiperinflación. Entre estos cambios institucionales, se encuentran la definición de la autonomía del Banco para la gestión monetaria, la imposición al banco de un objetivo único: el logro de la estabilidad monetaria, las prohibiciones de financiar al sector público, de distorsionar la asignación sectorial o regional del crédito, de aplicar tipos de cambio múltiples, de emplear controles a las tasas de interés como instrumento de política, entre las principales limitaciones. Adicionalmente, la gestión monetaria ha registrado una transformación profunda, al abandonarse los controles, adoptándose un manejo de instrumentos de mercado con los que el banco regula el volumen de la liquidez y el crédito. De esta manera, los instrumentos se definen para alcanzar metas de expansión de los agregados monetarios, compatibles con la tasa de inflación objetivo. La experiencia nos ha mostrado que la opción de no fijar el tipo de cambio ha resultado favorable, sobre todo cuando han llegado momentos de incertidumbre como los recientemente vividos en el caso de México.

La ejecución de la política monetaria permite que el Banco Central ofrezca señales sobre las condiciones macroeconómicas vigentes. Asimismo, para hacer más creíble su posición anti-inflacionaria, los bancos centrales hacen algunos anuncios. En nuestro caso, el Banco hace explícito que no deja fluctuar de manera indeseada al tipo de cambio, sin que esto signifique que se contradiga las tendencias permanentes del mercado. La

inexistencia de algún compromiso sobre el tipo de cambio nominal es el mejor castigo para especuladores externos. El segundo anuncio, especificado como una de las metas del programa económico, es que el banco no expande sus activos internos netos en moneda nacional (crédito menos obligaciones en moneda nacional con el sistema financiero y el sector privado). Esto quiere decir que, durante el año, el Banco Central emite dinero básicamente por operaciones con divisas. Así, en un contexto de remonetización de la economía, el Banco Central compra dólares. Esta emisión es esterilizada cuando se percibe un excedente de liquidez en el sistema financiero, con lo que el banco transmite, por vía de la tasa de interés de sus operaciones, su posición respecto de la evolución no inflacionaria de la liquidez.

En el Perú, el encaje sólo pudo soportar una parte de los dólares que han estado entrando al país. La presión revaloratoria era tan grande que, para contrarrestarla, se tuvo que intensificar las operaciones en el mercado cambiario y esterilizar liquidez de manera simultánea, lo cual fue acompañado con la continuación de una manejo fiscal austero. En 1995 se ha pasado de una situación anómala de rápida y significativa entrada de capitales a otra, en la que la política monetaria discurre sin este tipo de presión, lográndose un aumento del tipo de cambio real de alrededor de 5-6%.

En resumen, las consecuencias que generó el retiro de capitales -luego de la crisis de México- en los mercados emergentes no se sintió mayormente en nuestro país porque, entre otros factores, se dio una combinación de políticas y eventos que evitaron una dependencia excesiva de la economía respecto al endeudamiento de corto plazo. La lección de este episodio, de influjo y salida de capitales, está dada por la importancia de la política fiscal como elemento estabilizador de la economía tanto cuando entran los capitales y es necesario contrapesar el mayor gasto privado, como cuando se produce una salida abrupta y se debe crear el superávit necesario para recobrar el equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El rol de la política monetaria es vital y errores en este campo pueden acelerar la crisis, si se comprometen reservas para sostener un tipo de cambio inviable o no se reducen excesos de liquidez en la economía.



## ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

### CIUP

Punto de equilibrio. Publicación mensual del equipo de análisis de Coyuntura Económica. Abril 1995.

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

Shuldt, Jürgen. La enfermedad holandesa y otros virus de la economía peruana. Documento de trabajo N° 20. Diciembre 1994.

Florez, Raúl (Ed.). Costa, crecimiento y rentabilidad de las ciudades peruanas. Diciembre 1994.

Araoz, Mercedes y Schuldt Jürgen (editores). Informe de coyuntura. Evolución de la economía peruana. Primer semestre 1994. Noviembre, 1994.

Portocarrero S., Felipe y Romero, María Elena. Política social en el Perú 1990-1994: una agenda para la investigación. Documento de trabajo N° 19. Agosto 1994.

Kafka, Folke. Teoría económica. 3a. ed., 4a. reimposición. Agosto 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.

### DESCO

Campodónico, Humberto. El sector externo en el periodo 1990-1994. Balance y perspectivas. Documento de trabajo N° 4 (en prensa).

Campodónico, Humberto. La negociación de la reinserción 1990-1993. Documento de trabajo N° 3 (en prensa).

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.

### GRADE

Escobal, Javier. Comercialización agrícola en el Perú. Editor. Noviembre 1994.

McLaughlan de Arregui, Patricia. La situación de las universidades peruanas. 1994.

McLaughlan de Arregui, Patricia. Dinámica de la transformación del sistema educativo en el Perú. 1994.

Mabres, Antonio. Problemas y perspectivas de las universidades peruanas.

Trahtemberg, León. Algunos aportes al debate sobre la reforma universitaria en el Perú. Notas para el debate N° 12. Junio 1994.

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.

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

McLaughlan de Arregui, Patricia. Empleo, ingresos y ocupación de los profesionales y técnicos en el Perú. Notas para el Debate N° 9. Noviembre 1993.

### IEP

González de Olarte, Efraín. En las fronteras del mercado. Economía política del campesinado. Diciembre 1994.

González de Olarte, Efraín y Pinzás, Teobaldo. Descentralización fiscal y regionalización en el Perú. Enero 1995.

González de Olarte, Efraín y Samamé, Lilian. El péndulo peruano. Políticas económicas, gobernabilidad y subdesarrollo 1963-1990. Octubre 1994.

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

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

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

### PUCP

Dancourt, Oscar; Mendoza, Waldo y Romero, Lucía. Informe de Coyuntura Perú 1994. Marzo 1995.

Jiménez, Félix. Dinero, inversión y financiamiento: apuntes para el discurso teórico de J.M. Keynes. Documento de trabajo N° 120. Setiembre 1994.

Jiménez, Félix. El dinero y su relación con los precios: del monetarismo neoclásico al tratado del dinero de Keynes. Documento de trabajo N° 119. Setiembre 1994.

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.

## INSTITUCIONES

### CIUP

Centro de Investigación de la Universidad  
del Pacífico  
Jr. Sánchez Cerro 2141, Jesús María, Lima  
Telf. : (511) 471-2277  
Fax : (511) 470-9747

### DESCO

Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo  
Jr. León de la Fuente 110, Magdalena, Lima  
Telf. : (511) 462-7193  
Fax : (511) 461-7309

### GRADE

Grupo de Análisis para el Desarrollo  
Av. del Ejército 1870, San Isidro, Lima  
Telf. : (511) 440-5901 - 440-5902  
Fax : (511) 442-0513

### IEP

Instituto de Estudios Peruanos  
Av. Horacio Urteaga 694, Jesús María, Lima  
Telf. : (511) 432-3070 - 424-4856  
Fax : (511) 432-4981

### PUCP

Pontificia Universidad Católica del Perú,  
Departamento de Economía  
Av. Universitaria, cuadra 18, San Miguel, Lima  
Telf. : (511) 462-2540  
Fax : (511) 462-7215

### COORDINACIÓN

Comité: Humberto Campodónico - DESCO  
Javier Escobal - GRADE  
Máximo Vega-Centeno - PUCP  
Francisco Verdera - IEP  
Juan Julio Wicht - CIUP

Secretario  
Ejecutivo: Javier Portocarrero M.

Coordinación: Jr. León de la Fuente 110-Magdalena

### AUSPICIO

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

Corrección editorial: Carmen Salas C.

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.

Cuidado de impresión: Mónica Nerio