

INFORME SOBRE LA COYUNTURA ECONÓMICA PERUANA, 1995-I

Departamento de Economía - PUCP¹
Julio de 1995

INTRODUCCIÓN

Durante el primer trimestre de 1995, el contexto macroeconómico estuvo caracterizado, en primer lugar, por esa especial combinación de crecimiento a tasas muy elevadas e inflación baja y estable, que se registra desde inicios de 1993. Sin embargo, existen elementos de largo plazo que ponen en duda la sostenibilidad de este crecimiento.

En segundo lugar, por la aparición, por primera vez, de todos los síntomas financieros de una paralización o reversión de la afluencia de capitales de corto plazo, aunque sin la virulencia observada en Argentina o México. Estos síntomas están asociados al cambio en la situación internacional, expresado en la elevación de las tasas externas de interés.

Entre estos síntomas tenemos: la disminución de los depósitos bancarios en moneda extranjera; la caída de las reservas de divisas del sistema bancario, especialmente de la banca comercial; el incremento de las tasas de interés en dólares; la caída de las acciones en la Bolsa de Valores de Lima; y, finalmente, la elevación del tipo de cambio real.

Si esta paralización de la afluencia de capitales de corto plazo es un rasgo permanente de la nueva coyuntura internacional, producto del alza de las tasas de interés norteamericanas y de la deblace mexicana, queda pendiente el punto de cómo se va adaptar el programa económico vigente a este nuevo contexto internacional.

En realidad, detrás del debate actual, éste es el elemento clave: la necesidad o conveniencia de 'enfriar' una economía que se supone está 'recalentada'. Las opciones de política disponibles son varias: recesar la economía, a través de la política fiscal o la política monetaria; atacar directamente el déficit comercial, mediante la política comercial y/o el tipo de cambio, entre otras.

Finalmente, queda la opción de pensar que todo está bien, que los capitales del extranjero conti-

nuarán ingresando vía las privatizaciones, como el año pasado, y que, en consecuencia, no hay necesidad de adaptar la política macroeconómica a la nueva situación internacional. Éste parece ser el punto de vista oficial.

EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL

REACTIVACIÓN Y DESINFLACIÓN

El contexto macroeconómico reciente se distingue por: un notable crecimiento del aparato productivo; una inflación baja y estable, sin precedente en dos décadas; y una intensificación y extensión de los programas de gasto público, que no sólo le han prestado mayor atención y recursos a la política social, sino que además han multiplicado las obras públicas por todo el país.

La reactivación de la economía iniciada en 1993, que expandió el producto agregado en 1994 a una tasa de casi el 13% anual, continuó en el primer trimestre de este año, aunque con un ritmo decreciente. Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), el producto agregado creció en el primer trimestre de 1995 a una tasa del 10.8%, con respecto de similar período del año anterior (véase el cuadro 1).

El sector construcción parece haber sido el principal motor de la reactivación, en este trimestre, al expandirse al 32%; manteniendo, así, las altas tasas de crecimiento que registrara durante 1993 (13%) y 1994 (34%). El sector pesquero, otro motor de la reactivación durante el período 1993-94 (23% y 31%, respectivamente), redujo su crecimiento bruscamente, a 6.4%, en los primeros meses de 1995 respecto del mismo período del año anterior. Por lo tanto, el sector manufacturero ligado al procesamiento de recursos primarios, que representa la tercera parte de la industria, se contrajo en 5.9% durante este trimestre.

De enero a marzo, las cifras muestran un crecimiento del 13.4% para el sector manufacturero,

1 El presente informe de Coyuntura Económica ha sido elaborado por Oscar Dancourt, Félix Jiménez, Jorge Rojas y Waldo Mendoza, bajo la coordinación del último de los nombrados. Los autores agradecen a Alejandro Olivares y a Beatriz González, quienes tuvieron a su cargo la información estadística y el cuidado de la composición, respectivamente.

impulsado por la actividad manufacturera propiamente dicha, es decir, por el sector fabril Mitinci. El sector fabril que procesa recursos primarios disminuyó su producción debido a la caída de las ramas de harina de pescado y refinación de petróleo. Las ramas que más crecieron fueron las de material de transporte (41.1%) y maquinaria no eléctrica (30.6%), continuando la expansión que iniciaron en 1994 (68% y 38%, respectivamente).

Entonces, podría afirmarse que el dinamismo de la economía peruana, donde el sector manufacturero es todavía el sector más grande, proviene del crecimiento de las industrias de la pesca y la construcción. Éstas tienen un fuerte efecto multiplicador sobre la manufactura, a través de la demanda de insumos.

El estímulo fiscal ha sido muy importante para el sector construcción. El total de los gastos co-

rrientes no financieros y de los gastos de capital se elevó en más de dos puntos del producto total, entre 1993 y 1994, desde un 10.6% hasta un 13% del PBI. Los gastos corrientes no financieros, que estuvieron alrededor del 7.5% del PBI durante 1993 y la primera mitad de 1994, se elevaron a 9% en el tercer trimestre de 1994 y alcanzaron su valor máximo, 9.8%, en el último trimestre del año pasado (véase el cuadro 2).

Dentro del gasto corriente destacan las transferencias, que son gastos asociados a los mayores recursos destinados a los gobiernos regionales, a los programas de lucha contra la pobreza y al pago de bonificaciones y aumentos de remuneraciones decretados por el Estado. En ese sentido, desde principios de 1994, se inicia una recuperación de los sueldos y salarios del sector público que llega, finalmente, a duplicar el nivel que tenían en 1993 (véase el cuadro 3).

Cuadro 1
PRODUCTO BRUTO INTERNO
(variación porcentual)

SECTORES	1992/1991	1993/1992	1994/1993	1995/1994			
				Ene.	Feb.	Mar.	Ene.-Mar.
Agropecuario	-5,7	6,0	13,2	11,7	14,5	11,0	12,3
Pesca	-4,8	23,8	31,5	37,5	19,6	-57,6	-6,4
Minería	-4,6	7,8	4,2	3,9	6,7	4,1	4,8
Manufact.	-6,2	6,7	16,9	13,5	13,9	-4,2	7,0
- Rec.prim	-4,9	9,0	18,1	14,6	5,4	-33,3	-5,9
- Resto ind.	-6,7	5,7	16,4	12,8	17,0	10,8	13,4
Construcción	3,9	13,5	34,3	32,3	36,8	27,1	32,0
Comercio	-0,4	4,1	16,6	18,5	16,3	14,9	16,6
PBI	-2,8	6,5	12,9	13,5	13,7	5,9	10,8

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

Cuadro 2
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(% PBI)

	Ingresos Tributarios	Gast. Corr. No Fin. (1)	Gobierno Central		Res. Econ. Primario (2)	Sector Público No Financiero	
			Gastos de capital	Resultado Económico		Resultado Económico	Res. Econ. Primario (2)
1993 I	10,2	7,6	2,6	2,0	1,7	2,1	2,1
II	9,1	7,5	2,4	-2,3	0,7	-1,8	1,4
III	8,5	7,3	3,1	-1,8	-0,5	-0,6	0,9
IV	9,6	7,8	3,6	-3,1	-0,2	-3,5	-0,5
1994 I	11,6	7,3	3,1	2,6	3,0	4,0	4,5
II	10,1	8,0	3,0	9,9	1,0	10,7	1,9
III	10,2	9,0	6,6	-1,4	-1,4	-0,8	-0,7
IV	10,5	9,8	4,6	-2,0	-2,1	-3,2	-2,2

(1) Excluye los intereses de la deuda pública interna y externa.

(2) Excluye los intereses de la deuda pública interna y externa, así como los ingresos de privatización.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

Cuadro 3
NIVEL DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y PRECIOS RELATIVOS
(promedio julio 1989/junio 1990 = 100)

	PBI		Empleo Manuf. (2)	Salario		Tipo de Cambio (5)	Precio Gasolina (6)	Precios Agric. (7)	Inflación IPC (Var.%)	Inflación IPPM (Var.%)	Tasa de Devaluación (Var.%)
	Global (1)	Manuf. (1)		S. Privado (3)	S. Público (4)						
1993 I	103,4	100,7	77,5	90,1	44,9	55,2	195,1	85,2	4,0	3,0	3,9
II	99,4	98,5	76,8	84,6	42,2	55,2	182,4	89,5	3,1	3,1	3,0
III	101,9	101,7	76,2	86,2	39,8	54,5	181,2	89,5	2,3	2,1	1,5
IV	103,6	103,6	75,3	91,2	38,0	53,8	196,5	92,2	1,9	1,6	1,1
1994 I	107,1	108,2	75,6	100,2	49,2	51,0	198,6	94,2	2,0	0,6	0,1
II	115,3	114,8	75,5	101,2	76,4	49,1	190,3	95,7	1,1	0,6	0,4
III	111,9	117,8	75,5	103,3	84,9	48,5	188,3	99,8	0,9	0,6	0,9
IV	118,1	118,6	75,2	103,9	97,8	46,8	188,6	100,0	0,7	0,3	-1,6
1995 ene.	121,5	120,4	74,3	101,0	96,6	46,1	187,3	99,3	0,4	1,2	1,9
feb.	117,4	117,9	73,1	100,4	95,5	46,1	185,3	99,8	1,1	1,3	1,0
mar.	118,0	110,5	n.d.	n.d.	94,2	46,4	182,8	100,2	1,4	1,1	2,1
abr.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	46,0	180,9	n.d.	1,0	1,0	0,2

(1) Serie desestacionalizada.

(2) En empresas de Lima de 100 y más trabajadores.

(3) En empresas de Lima de 10 y más trabajadores

(4) Las cifras de 1994 incorporan los reajustes realizados por el INEI, considerando las Bonificaciones Especiales otorgadas, en mayo de 1993 y abril y octubre de 1994, a los sectores Educación y Salud. En julio de 1994, se fijó el monto mínimo del Ingreso Total Permanente a los servidores de la administración pública. En el cálculo, el INEI considera la inclusión de otras remuneraciones adicionales permanentes como: movilidad, productividad, fondos de estímulo, etcétera.

(5) No toma en cuenta la inflación externa.

(6) Base: agosto de 1990=100

(7) IPM agropecuario/IPM manufactura de origen nacional.

Fuente: BCRP, INEI y Ministerio de Trabajo.

Los gastos de capital también aumentaron de manera importante, luego de ir fluctuando en alrededor del 3% del PBI durante 1993 y la primera mitad de 1994, prácticamente, se duplicaron como proporción del PBI en el segundo semestre de 1994 (véase el cuadro 2). Aquí destacan: la inversión pública en la construcción de infraestructura vial, especialmente en el campo, y las transferencias a FONCODES, institución encargada de los programas de obras públicas y de lucha contra la pobreza.

La reducción experimentada por los precios reales de los combustibles, que equivale a una disminución de los impuestos, es la otra cara de esta política fiscal expansiva. Como puede observarse en el cuadro 3, el precio real de los combustibles, especialmente el de la gasolina, disminuye desde principios de 1994 hasta llegar a su nivel más bajo en el primer trimestre de 1995. De esta manera, a pesar de un incremento nada despreciable de los ingresos tributarios globales, las cuentas del sector público no financiero arrojan (por primera vez, en los últimos 4 años) un déficit primario por dos trimestres consecutivos durante 1994 (véase el cuadro 2).

Según datos preliminares del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), publicados por *Gestión* (29/5/1995), las cuentas del gobierno central habrían arrojado un superávit primario en el primer trimestre de 1995, a pesar de que los ingresos por privatizaciones habrían sido inferiores a los previstos, en 1.4% del PBI, por la suspensión de la venta de empresas públicas como consecuencia del proceso electoral. Además, parece que la reactivación ha generado un incremento de los ingresos tributarios.

Se espera que la tasa de crecimiento del producto, durante 1995, sea menor que la de 1994. Este relativo 'enfriamiento' de la actividad económica ocurriría, en parte, porque la conservación del recurso natural impone límites a la expansión de la industria pesquera. Al respecto, el viceministro de Pesquería ha anunciado que, en el presente año, la producción pesquera decrecerá entre 10% y 15%. Por otro lado, se preve el debilitamiento del impulso fiscal, que ha estimulado a la industria de la construcción, una vez finalizado el proceso electoral. Por último, como consecuencia de la experiencia mexicana, el FMI está recomendando 'enfriar' la economía debido a su preocupación por el déficit en cuenta corriente.

Respecto de la inflación, si bien es cierto que ésta ha mostrado una tendencia creciente en el primer trimestre de 1995, todavía fluctúa en rangos per-

fectamente manejables, del orden del 12% anual. Medida por el índice de precios al consumidor (véase el gráfico 1), la inflación se elevó a 1.1% y 1.4% en febrero y marzo, respectivamente, en comparación con el 0.4% registrado en enero de 1995 o el 0.7%, promedio del último trimestre de 1994.

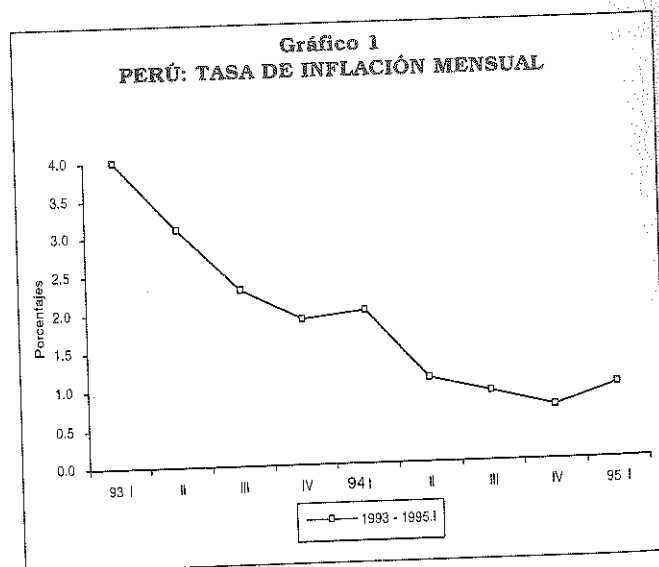
Este ligero rebrote inflacionario parece estar reflejando, básicamente, la mayor devaluación del tipo de cambio (registrada desde principios de este año) porque el precio de los combustibles, otro de los determinantes básicos del ritmo inflacionario, permanece, prácticamente, congelado desde fines del año pasado (véase el cuadro 3). En abril y mayo, con la disminución de la tasa de devaluación, la inflación ha vuelto a situarse por debajo del 1% mensual.

A pesar de que este contexto macroeconómico no se ha caracterizado por la creación de muchos empleos en términos netos, tal como se discutiera en informes anteriores del Consorcio, parece haber sido lo suficientemente bueno como para que los electores reelijan a Alberto Fujimori.

EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y SU IMPACTO EN EL PERÚ

EL CAMBIO EN LA SITUACIÓN INTERNACIONAL

Durante 1994, el crecimiento promedio de los países industrializados fue de 2.8%, cifra que duplica la tasa de 1.3% registrada el año anterior, según datos de la OCDE. Para los años 1995 y 1996, se pronostican tasas de alrededor del 3%.



Respecto de Estados Unidos (EE.UU), nuestro principal socio comercial, desde el segundo semestre de 1992, el PBI creció a un ritmo del orden del 2.2% anual (véase el cuadro 4). Al parecer, esta recuperación estuvo asociada al notable descenso de la tasa de interés, iniciado en 1989. Las tasas de expansión de la economía norteamericana fueron históricamente altas, pues alcanzaron el 4.1% en 1994 y el 3.1% entre enero-marzo de este año.

Por otro lado, en este país, la tasa de desempleo disminuyó hasta un mínimo de 5.4%, a fines de 1994, para empezar a incrementarse, durante el primer trimestre de este año, hasta un 5.8% en abril pasado. Durante esta recuperación, las tasas de inflación se mantuvieron bajas: así, desde 1991, ésta (al igual que en Japón y Alemania) oscila entre 2% y 4%.

Sin embargo, esta reactivación reavivó los temores de una eventual aceleración inflacionaria. Por esa razón, desde febrero de 1994, la Reserva Federal de los EE.UU decidió subir las tasas de interés,

de corto plazo, en siete oportunidades. Con esta decisión, terminó el periodo de las bajas tasas de interés iniciado en 1989.

En ese periodo (1989-1994), se produjo una reorientación geográfica de los flujos de capital externo hacia economías como la nuestra. Esta afluencia de capitales, de corto plazo, hacia la periferia financiera generó el *boom* de las bolsas de valores, la acumulación de grandes reservas de divisas, la caída del tipo de cambio y la aparición de crédito doméstico abundante y relativamente barato. Esta situación parece haber llegado a su fin, con el alza de las tasas de interés norteamericanas y con la posterior crisis de balanza de pagos que sufriera la economía mexicana.

Así, en los años 1990-94, la tasa Libor a tres meses cae hasta un mínimo de 3.1%, en el primer semestre de 1993, para empezar a subir, desde mediados de 1994, hasta situarse por encima del 6% durante los primeros meses de 1995. La tasa Prime Rate se comporta de manera similar, desde

Cuadro 4
CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y DESEMPLEO
(porcentajes)

	CRECIMIENTO			DESEMPLEO			INFLACIÓN		
	USA	Japón	Alem.	USA	Japón	Alem.	USA	Japón	Alem.
1990 I	-	-	-	-	-	-	-	-	-
II	1,0	6,8	4,3	-	-	-	4,1	5,4	2,2
III	-1,6	4,0	7,9	-	-	-	7,1	0,9	1,8
IV	-3,9	4,0	5,3	-	-	-	6,6	6,6	3,7
1991 I	-3,0	6,1	4,8	6,8	2,2	6,2	3,3	2,1	3,2
II	1,7	2,7	8,1	7,0	2,1	6,3	2,4	4,1	3,7
III	1,2	3,5	-1,0	6,7	2,2	6,4	3,2	0,0	5,9
IV	0,6	2,6	0,8	7,1	2,1	6,2	3,1	5,0	2,9
1992 I	2,9	2,3	7,0	7,3	2,1	6,3	2,8	-1,4	4,8
II	1,5	-1,2	-2,7	7,8	2,0	6,6	3,3	5,6	4,3
III	3,4	-0,2	0,5	7,5	2,2	6,8	3,2	-1,8	1,9
IV	11,4	-0,4	-1,5	7,3	2,4	7,3	2,9	1,5	3,9
1993 I	0,8	3,1	-7,1	7,0	2,3	7,0	3,4	0,0	7,2
II	2,2	-2,6	1,8	7,0	2,5	8,2	3,1	3,7	4,0
III	2,7	0,6	1,6	6,7	2,6	6,1	1,6	1,9	1,7
IV	6,3	-1,6	1,0	6,4	2,8	6,0	2,8	-1,1	2,1
1994 I	3,3	3,9	4,7	6,5	2,9	6,2	2,6	0,5	5,6
II	4,1	-1,6	1,9	6,0	2,9	8,4	2,6	1,8	2,7
III	4,0	3,7	1,7	5,9	3,0	9,2	3,6	-1,1	1,4
IV	4,5	-4,3	2,1	5,4	2,9	8,2	1,9	2,1	1,3
1995 I	2,7	n.d.	n.d.	6,7(*)	3,2(**)	8,1(*)	3,3	2,4	3,7

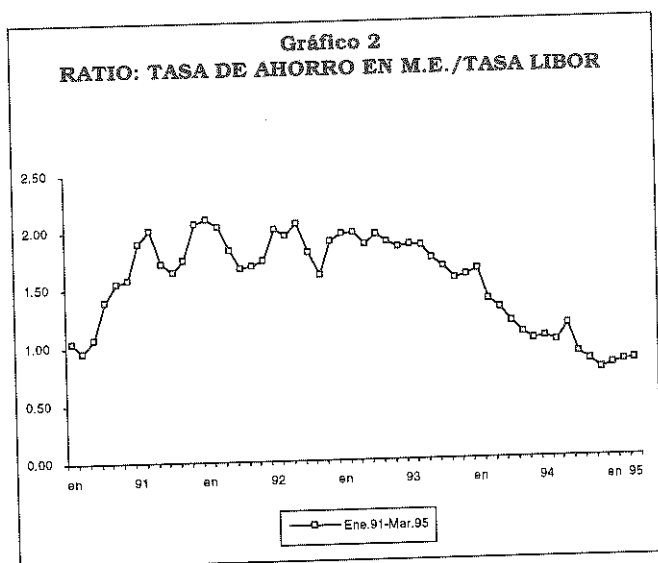
(*) : Febrero.

(**) : Abril.

Fuente: FMI-IFS The Economist (Japón 1994), Cable (USA 1995) e INEI (Japón, 1995-I).

principios de este año, aunque su valor mínimo se encuentra en 6% y el máximo en 9% (véase el cuadro 5). Es importante señalar que los incrementos de ambas tasas ocurrieron en 1994 y que, en los primeros meses de este año, ambas han permanecido casi constantes, a pesar de la devaluación del dólar respecto del yen y del marco.

Como se puede apreciar en el gráfico 2, el ratio entre la tasa de interés pasiva doméstica en moneda extranjera y la tasa Libor disminuye, abruptamente, a partir de 1994. Esto refleja, básicamente, el alza de la Libor porque la tasa doméstica en dólares registra una leve tendencia decreciente desde 1991. Asimismo, se aprecia el nuevo cambio en la tendencia de este ratio, durante el primer trimestre de 1995, por el alza de la tasa doméstica en dólares.



Otro factor, que interesa mencionar, es que la recuperación de los países industrializados estimuló el incremento de los precios de las materias primas. Si consideramos solamente los seis productos peruanos, cuyo monto exportado en 1994 superó los US\$ 200 millones, encontramos que todos ellos registraron un incremento en sus precios y, en algunos casos, muy significativo. Así, entre 1993 (promedio) y el primer trimestre de 1995, la libra de cobre pasó de US\$ 0.89 centavos a US\$ 1.33; la tonelada de harina de pescado subió de US\$ 356.00 a US\$ 433.00 y el quintal de café, de US\$ 71.00 a US\$ 180.00. El índice ponderado (1990=100), de estos seis productos, subió de 76.73 a 106.84 en 1993 y el primer trimestre de este año, respectivamente. Es decir, tuvo un aumento relativo de 39.2% que explicaría, básicamente, el incremento de más de US\$ 1,000 millones experimentado por nuestras exportaciones en 1994 respecto de 1993.

En resumen, los vínculos entre la situación internacional y la economía peruana parecen ser, básicamente, a través del aumento de los precios de las materias primas y de la elevación de las tasas de interés internacionales. Así, se incrementa el valor de las exportaciones, disminuyen los ingresos de capital de corto plazo y se acrecientan los pagos por intereses de la deuda pública externa. Por último, la revaluación del yen frente al dólar debe aumentar (en dólares), significativamente, el servicio de la deuda contraída con Japón y con los organismos multilaterales. Por ello, en el futuro, también habrá que tomar en cuenta la repatriación de utilidades por la inversión extranjera directa, que ha aumentado en los últimos años como consecuencia de la privatización.

Cuadro 5
TASAS LIBOR Y PRIME RATE
(promedio del periodo)

	LIBOR					PRIME RATE				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
Ene.	6,94	4,06	3,19	3,13	6,19	9,50	6,50	6,00	6,00	8,50
Feb.	6,75	4,13	3,12	3,63	6,13	9,00	6,50	6,00	6,00	9,00
Mar.	6,31	4,25	3,12	3,81		9,00	6,50	6,00	6,75	
Abr.	6,06	3,94	2,95	4,19		8,50	6,50	6,00	7,25	
May.	5,94	3,94	3,12	4,50		8,50	6,50	6,00	7,25	
Jun.	6,06	3,81	3,19	4,75		8,50	6,00	6,00	7,25	
Jul.	5,94	3,31	3,19	4,69		8,50	6,00	6,00	7,75	
Ago.	5,63	3,38	3,13	4,88		8,00	6,00	6,00	7,75	
Set.	5,50	3,13	3,25	5,38		8,00	6,00	6,00	7,75	
Oct.	5,13	3,50	3,31	5,50		7,50	6,00	6,00	8,50	
Nov.	4,88	3,94	3,38	6,06		6,50	6,00	6,00	8,50	
Dic.	4,13	3,31	3,25	6,38						

Fuente: INEI.

EL PERÚ DESPUÉS DE LA CRISIS MEXICANA

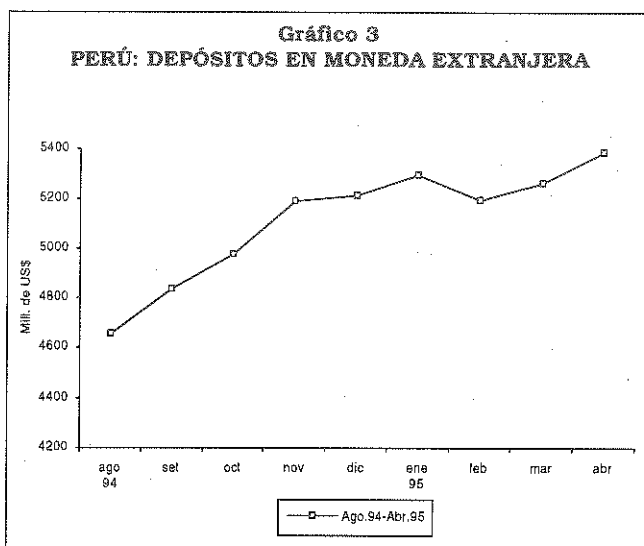
La economía peruana mostró, durante el primer trimestre de 1995, todos los síntomas de una paralización o reversión de la afluencia de capitales de corto plazo, aunque sin la virulencia observada en otros países: disminución de los depósitos bancarios en moneda extranjera; caída de las reservas de divisas del sistema bancario, especialmente, de la banca comercial; incremento de las tasas de interés bancarias en dólares; caída de la Bolsa de Valores de Lima y, finalmente, presiones hacia un alza del tipo de cambio.

Como puede apreciarse en el cuadro 6, las reservas internacionales netas (RIN) del sistema bancario disminuyeron por tres meses consecutivos (entre enero y marzo). Como la variación de las RIN del sistema bancario equivale al saldo de la balanza de pagos, tenemos un déficit trimestral en la balanza de pagos del orden de los US\$ 282 millones. Se debe señalar que este es el segundo déficit observado durante el gobierno del Ing. Fujimori.

Los depósitos en moneda extranjera de la banca comercial también registran un punto de quiebre en enero de 1995, según muestra el gráfico 3.

Las reservas de divisas del banco central (RIN-BCR) también cayeron, durante el primer trimestre de 1995, al igual que los depósitos que mantiene el BCRP en el exterior. Cabe mencionar que del

total de RIN, que la autoridad monetaria mantiene hacia principios de 1995, sólo unos US\$ 1,280 millones pertenecen, realmente, al BCRP (la posición de cambio). Un 40% de estas reservas es propiedad, en última instancia, de los depositantes en moneda extranjera de la banca comercial y otro 40%, constituyen los fondos de la privatización que el Gobierno mantiene en el BCRP. Es interesante observar que, a pesar de la fuerte caída de los depósitos en el exterior del BCRP en US\$ 1,000 millones entre enero y abril de este año (véase el cuadro 5), las RIN del BCRP permanecen, prácticamente, constantes. La caída de estos depósitos



Cuadro 6
OPERACIONES CAMBIARIAS E INDICADORES DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL
(promedios mensuales en millones de US\$)

		Emisión Primaria (1)	Compr. Dólares BCRP (1)	RIN BCRP	RIN Sist. Banc.	Posición de Cambio	Depósitos en exter.	Depósitos Sist. Fin. (2)
1993	I	22	27	2,202	2,677	355	2,186	1,261
	II	10	13	2,439	2,867	442	2,423	1,423
	III	10	49	2,494	2,784	465	2,524	1,500
	IV	34	50	2,615	2,845	521	2,665	1,583
1994	I	2	164	2,943	3,033	731	2,983	1,769
	II	29	134	4,214	4,256	1,039	4,263	1,829
	III	33	19	5,273	5,376	1,107	5,383	1,979
	IV	70	36	5,658	5,835	1,112	5,788	2,323
1995	ene.	-67	44	5,713	6,006	1,181	5,836	2,543
	feb.	51	1	5,674	5,825	1,190	5,632	2,473
	mar.	83	0	5,658	5,761	1,226	5,159	2,424
	abr.	-4	55	5,630	5,798	1,278	4,857	2,408

(1) Calculados con tipo de cambio paralelo promedio.

(2) A partir de 1994, incluye los depósitos del sector privado en el BCRP.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

es compensada por la elevación, también en aproximadamente US\$ 1,000 millones, de activos no especificados incluidos en el rubro 'otros'.

El índice general de la Bolsa de Valores de Lima (IGB) cayó fuertemente en los dos primeros meses de 1995. Entre el 'techo' que alcanzó (en octubre pasado) y el 'piso' al que llegó (en la primera semana de marzo de 1995), el IGB valuado en dólares se contrajo algo más del 40%. Posteriormente, en los meses de marzo y abril, la Bolsa se recuperó aunque sin alcanzar los niveles del último trimestre de 1994, como puede observarse en el cuadro 7.

En el mercado cambiario, el retiro de los depósitos bancarios en moneda extranjera y la salida de capitales extranjeros habrían generado una presión alcista sobre el tipo de cambio. Ésta fue frenada por el BCRP al dejar de comprar dólares, en febrero y marzo, aumentando el tipo de cambio real, después de mucho tiempo, en el primer trimestre de 1995.

Para terminar, cabe destacar que el mayor impacto, de esta salida de capitales, se concentró en la banca comercial. Las tasas de interés pasivas en moneda extranjera, especialmente las de los depó-

sitos a plazos más largos, fueron las primeras en subir a mediados de 1994. Luego, a fines de marzo de este año, la tasa activa ascendió hasta 19.3% anual, mientras que la tasa pasiva (ahorros) llegó a 5.1%. Estas tasas se constituyen en las más altas desde fines de 1993. Debido a esta circunstancia, el BCRP otorgó préstamos en dólares a la banca comercial para amortiguar los efectos de la salida de los depósitos en moneda extranjera, oficiando, en la práctica, como prestamista de última instancia.

Aún cuando los efectos de la crisis mexicana, sobre la economía peruana, parecen haberse atenuado en los meses de abril y mayo, es posible que episodios como el del primer trimestre de 1995 se repitan. Por otro lado, si bien no se dispone de evidencia alguna, es probable que la coyuntura financiera, anteriormente descrita, haya sido influenciada también por el conflicto armado con el Ecuador.

LA FRAGILIDAD DEL SECTOR EXTERNO

En el primer trimestre de este año, las exportaciones crecieron en 34.9% y las importaciones en

Cuadro 7
TASAS DE INTERÉS REAL DE LA BANCA COMERCIAL E INDICADORES BURSÁTILES
(promedios mensuales)

		Tasa Int. M.N.		Tasa Int. M.E.		Tasa Int. Prom.		IGB Real (5)	IGB Dólares (6)	Montos Negociados	
		Activa (1)	Pasiva (2)	Activa (1)	Pasiva (2)	Activa (3)	Pasiva (4)			Nominales (7)	Reales (8)
1993	I	4,4	-1,0	1,4	0,5	2,1	0,2	234	215	188	26
	II	5,3	-0,4	1,4	0,4	2,2	0,3	287	265	212	27
	III	6,0	0,2	0,6	-0,3	1,7	-0,2	398	376	410	49
	IV	6,2	0,2	0,6	-0,4	1,7	-0,3	440	422	550	64
1994	I	5,8	-0,2	-0,3	-1,3	0,9	-1,1	506	513	843	87
	II	6,6	0,4	0,6	-0,4	1,9	-0,3	462	487	639	62
	III	6,3	0,2	1,4	0,3	2,6	0,3	500	533	634	60
	IV	6,2	0,3	-0,9	-1,9	0,9	-1,4	583	645	850	81
1995	ene.	5,5	0,6	3,0	1,9	3,6	1,6	449	503	594	57
	feb.	4,6	-0,1	1,3	0,3	2,2	0,2	397	440	519	48
	mar.	4,3	-0,4	2,2	1,1	2,8	0,7	408	454	630	55
	abr.	4,8	0,0	0,7	-0,4	1,8	-0,3	536	607	791	75

(1) Corresponde al sobregiro.

(2) Corresponde a los depósitos de ahorro.

(3) Ponderada por la estructura de crédito entre moneda extranjera y moneda nacional.

(4) Ponderada por la estructura de los depósitos entre moneda extranjera y moneda nacional.

(5) Deflactado por el IPC, base: diciembre 1991=100.

(6) Índice General B.V.L. en dólares, deflactado por el índice de tipo de cambio bancario de compra y venta de fin de período. Base: 30 de diciembre, 1991=100.

(7) Montos negociados durante el período, en millones de nuevos soles.

(8) Montos negociados en Rueda de Bolsa, en millones de nuevos soles de agosto de 1990.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

46.9%, respecto de similar período de 1994. De esta manera, el déficit comercial alcanzó los US\$ 451 millones, una de las cifras más altas registradas durante la presente administración. Una proyección pasiva de estas cifras implicaría que el déficit comercial, en 1995, bordearía los US\$ 1,800 y el monto de importaciones estaría cercano a los US\$ 7,000 millones (véase el cuadro 8).

Como ha sido mencionado, entre enero y marzo, la balanza de pagos arrojó un déficit de US\$ 282 millones, lo que estaría reflejando la salida de capitales de corto plazo, la suspensión de las privatizaciones por el proceso electoral y el déficit comercial.

Entre 1990 y 1994 las importaciones reales de bienes y servicios aumentaron en 66.6%, mientras que las exportaciones lo hicieron en sólo 15.4%. De 1990 a 1992, un período de estancamiento del producto, el déficit acumulado de la balanza comercial fue de US\$ 393 millones; a diferencia del período de reactivación, 1993-94, que alcanzó los US\$ 1,687 millones.

Respecto del desempeño de nuestras exportaciones, el ratio de las exportaciones peruanas sobre las exportaciones mundiales registra una decrecimiento constante. En la década de 1960, el promedio era de, aproximadamente, US\$ 4 por cada US\$ 1,000 de exportaciones mundiales; en 1993, este ratio desciende hasta US\$ 0.92 por cada US\$ 1,000. Es decir, la participación actual de nuestras exportaciones, en el comercio mun-

dial, es cuatro veces menor que la registrada en la década del sesenta.

En el cuadro 9 se presentan las cifras de las principales cuentas de la balanza de pagos, para el período 1991-94, expresadas como porcentaje de las exportaciones. En la primera línea aparece la brecha externa real, es decir, el déficit de la balanza comercial más el déficit de la balanza de servicios no financieros (turismo, fletes, *etcétera*). En la segunda línea tenemos los capitales de corto plazo que, a diferencia de las cifras que publica el BCRP (véase el cuadro 7), también incluyen la inversión en cartera de los no residentes. Finalmente, tenemos los capitales de largo plazo que, en comparación con las cifras del BCRP, excluyen la inversión en cartera y a quienes se les deduce los servicios financieros.

Esta información permite mostrar, de modo sucinto, la situación del sector externo. La brecha externa real se ha elevado, persistentemente, desde el 8% de las exportaciones, en 1991, hasta el 28% en 1994. Si consideramos los estándares peruanos, de los últimos cuarenta años, tanto la magnitud de esta brecha como su duración es inusual. Esta brecha externa está asociada al *boom* de importaciones que trajeron consigo la apertura comercial y el notable retraso cambiario. Sin embargo, la entrada de capitales de corto plazo fue tal, durante 1991-92, que cubrió dicha brecha, financió los pagos netos por deuda externa (motivo por el cual los flujos de capital de largo plazo son negativos) y, por último, permitió también la acumulación de reservas de divisas.

Cuadro 8
BALANZA DE PAGOS
(flujo trimestral en millones de US\$)

	Export. FOB	Import. FOB	Balanza Comerc.	Balanza Serv. no Financ.	Balanza Cuenta Corrte.	Capitales a largo plazo	Capitales corto plazo, error/omis.	Balanza de Pagos
1993 I	880	903	-23	-149	-202	354	178	330
II	799	975	-176	-159	-554	306	316	68
III	887	1,021	-134	-177	-381	155	149	-77
IV	897	1,144	-247	-171	-638	422	395	179
Total	3,463	4,043	-580	-656	-1,775	1,237	1,038	500
1994 I	949	1,178	-229	-136	-363	181	367	186
II	1,067	1,291	-224	-134	-586	1,797	529	1,740
III	1,282	1,454	-172	-172	-418	845	377	804
IV	1,204	1,687	-483	-171	-895	829	454	388
Total	4,502	5,611	-1,109	614	-2,261	3,652	1,727	3,118
1995 I	1,280	1,731	-451	n.d	n.d	n.d	n.d	-282

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

En 1993-94, a estos capitales de corto plazo se le sumaron los ingresos de divisas, producto de las privatizaciones, que son la principal causa de que los flujos de capital de largo plazo, primero, se tornaran positivos y, luego, llegaran a representar casi la mitad de las exportaciones. De esta forma, se repitió el fenómeno: el déficit comercial y los pagos netos por deuda externa volvieron a coexistir con un notable aumento de las reservas de divisas.

En comparación con el período 1987-88, durante los últimos tres o cuatro años, ha ocurrido un cambio drástico en la composición de la balanza de capitales y, por lo tanto, en la del financiamiento del déficit en la cuenta corriente (véase el cuadro 10). Entre 1987-88, la inversión extranjera directa tenía una contribución marginal y los capitales de corto plazo restaban capacidad de financiamiento, en lugar de acrecentarla.

Esta favorable evolución del sector externo parece haber sido determinante para obtener esa espe-

cial combinación de crecimiento y reducción de la inflación, observada en el bienio 1993-94. A su vez, esta evolución de la balanza de pagos refleja las excepcionales condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales.

La estrategia macroeconómica del Gobierno ha consistido, básicamente, en suponer que estas entradas de capitales, de corto o largo plazo, continuarán hasta que la inversión extranjera y/o las privatizaciones de las empresas públicas exportadoras generen un incremento significativo de la oferta exportable de materias primas. Ese ha sido, hasta antes de la crisis mexicana, el contenido de la apuesta neoliberal en el Perú.

La pregunta es: ¿esta estrategia podrá funcionar después de la crisis mexicana, aunque el flujo de capitales de corto plazo se detenga? En otros términos, dadas las nuevas condiciones predominantes en los mercados internacionales de crédito, ¿es posible que los ingresos por privatizaciones conserven un ritmo similar al de 1994, de tal

Cuadro 9
BALANZA DE PAGOS Y SERVICIO DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

	1991	1992	1993	1994
Brecha externa real (1)	-8	-23	-23	-28
Capital corto plazo (2)	54	45	36	49
Capital largo plazo (3)	-9	-9	1	48
RIN sistema bancario (4)	1,933	2,425	2,925	6,043
Servicio (5)	27,3	20,8	50,6	20,3

- (1) Balanza en cuenta corriente menos servicios financieros, como porcentaje de las exportaciones.
 (2) Capital de corto plazo, errores u omisiones más inversión en cartera, como porcentaje de las exportaciones.
 (3) Capital de largo plazo menos servicios financieros menos inversión en cartera, como porcentaje de las exportaciones.
 (4) Reservas Internacionales netas del sistema bancario, en millones de dólares.
 (5) Servicios efectivos de la deuda externa (amortizaciones + intereses), como porcentajes de las exportaciones.

Fuente: BCRP, Nota Semanal.

Cuadro 10
BALANZA EN CUENTA CORRIENTE Y COMPOSICIÓN DE LA
BALANZA DE CAPITALES NETA DE INGRESOS POR PRIVATIZACIÓN
(millones de US\$)

Año	Cuenta Corrte.	Balanza Capitales	Composición de Balanza de Capitales (en %)		
			IED	Préstamos	Cap. de Corto Plazo
1986	-1,142	625	3,5	108,0	-11,5
1987	-1,637	852	3,8	101,5	-5,3
1988	-1,361	963	2,7	99,3	-2,0
1992	-1,697	2,183	5,6	22,2	72,2
1993	-1,775	2,115	19,4	31,5	49,1
1994	-2,261	3,325	23,5	24,6	51,9

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRP.

manera que no exista nada que cambiar en la política macroeconómica o en las reformas estructurales?

AJUSTE Y DESINDUSTRIALIZACIÓN

Una de las consecuencias del programa económico aplicado, por el actual Gobierno, ha sido su sesgo antiexportador y el crecimiento de actividades no-comercializables. La ausencia de neutralidad, por la estructura de precios relativos que configuró, es notoria debido a su evidente carácter anti-industrial. Es claro que con los compromisos de inversión, orientados a la producción de minerales con bajos costos de producción, continuaría el retraso cambiario y sus efectos negativos en sectores, como la industria, cuyos costos de producción no dependen directamente de la calidad de los recursos. Así, el crecimiento de la actividad primaria extractiva -asociado a la evolución de la demanda mundial- se mantendría junto a un proceso de deterioro de la competitividad de las actividades manufactureras y, por lo tanto, de un aumento de la propensión a importar y con reducidos efectos en el empleo productivo. Tómese en cuenta que, en nuestro país, gran parte de las industrias desarrolladas son dependientes de las importaciones y no forman parte del conjunto de las competitivas.

Así, los sectores construcción y pesca crecen significativamente; de igual manera, por segundo año consecutivo, el sector minero (después de un largo período de sistemáticas reducciones de su producción). Crecimiento que continuará pues se preve que, en el próximos cinco años, la inversión en este sector superará los US\$ 2,000 millones. El crecimiento de la manufactura, que no se aleja mucho del promedio como ocurría en anteriores reactivaciones, responde, fundamentalmente, al impulso de los sectores primario y de la construcción.

Lo que ocurre con este sector, revela el carácter reprimarizador del programa de ajuste. Los datos, del primer trimestre de este año, muestran un aparente cambio en la tendencia predominante durante los años 1993 y 1994, período en el que la actividad fabril primaria lideró el crecimiento de la producción industrial. La hipótesis del liderazgo fabril primario, en los dos años anteriores, es corroborada por el coeficiente de correlación de

Spearman de 41.2 con una *t* de 2.11, para 20 ramas industriales. No se incluyeron, para este cálculo, las tasas de crecimiento de las ramas Material de transporte y Maquinaria no-eléctrica porque éstas, recién repuntan en 1994 y destacan en el primer trimestre de 1995.

La tasa de variación de la inversión pública aumentó de 5.7% a 28.2%, en 1992 y 1994 respectivamente; así como, la inversión privada que pasa de una tasa de 3.8%, 9.2% a 37.7% en 1992, 1993 y 1994, respectivamente. Como era de esperar, por el tipo de ajuste llevado a cabo, las tasas de crecimiento del consumo público y privado se situaron por debajo de la tasa de crecimiento del producto en los dos años de reactivación. De otro lado, si bien la tasa de crecimiento de la demanda interna superó a la del producto, en el año 1994; ésta no fue consecuencia de la recuperación del mercado para la producción industrial nacional, sino del crecimiento de las importaciones.

El coeficiente de inversión en equipamiento no aumentó, a pesar del significativo crecimiento de la inversión bruta fija, se mantuvo en un promedio de, aproximadamente, 4% durante 1990-1993². Como estos porcentajes no son netos de depreciación, lo más probable es que se haya acentuado la desaceleración de la tasa de crecimiento de la capacidad productiva en la manufactura. Fue el coeficiente de la inversión en construcción el que aumentó de 13.7%, en 1990, a 15.7% en 1993 (véase el cuadro 11). Este comportamiento es consistente con el efecto negativo del retraso cambiario en la producción de bienes transables. Además, se debe mencionar que la composición de la inversión, de los últimos años, sólo es comparable a la registrada en la década del cincuenta, anterior al proceso de sustitución de importaciones.

El estancamiento de la inversión en equipamiento estaría provocando una continua reducción de la capacidad productiva *per cápita*. En consecuencia, los aumentos significativos y sostenidos de la producción por habitante requerirían de crecientes aumentos de las importaciones y, por lo tanto, de cada vez mayores déficit comerciales. No sólo aumentarían las importaciones de bienes complementarios sino también las de bienes sustitutos, debido a la pérdida de rentabilidad de la producción manufacturera doméstica. Para contrarrestar la presión sobre la balanza comercial, las exportaciones tendrían que crecer

2 Datos preliminares, para 1994, muestran un incremento de esta variable, aunque el nivel se sitúa por debajo de los ratios de inversión en equipo de los ochenta.

sostenidamente a tasas que doblen o tripliquen la tasa de crecimiento del producto, lo que parece improbable dado el escenario internacional descrito anteriormente.

A pesar de su magnitud, la reactivación sin pérdida de RIN, no ha independizado en absoluto las variaciones de éstas respecto de los ciclos económicos y, en particular, del déficit comercial y la de servicios no financieros. En resumen, como ocurrió en el pasado (1974-75 ó 1981-82), lo sucedido en los años 1991-94, no tiene por qué significar la definitiva desvinculación del ciclo económico real de la variación de reservas internacionales. Ciertamente, los datos sólo indican que, dependiendo de lo que ocurra con las exportaciones, el crecimiento iniciado en 1993 puede contrastar con el conocido 'estrangulamiento' externo. Pero, además, los 'cuellos de botella' del aparato productivo doméstico pueden activar las presiones inflacionarias.

LAS OPCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

Si la situación internacional ha cambiado, a raíz del alza de las tasas de interés norteamericanas y la subsecuente crisis de balanza de pagos de la economía mexicana, y si este cambio implica una reducción permanente de la entrada de capital del exterior, vale la pena preguntarse ¿cómo podría cerrarse esa brecha externa que el programa eco-

nómico vigente ha generado, sistemáticamente, durante los últimos cuatro años?³

Las opciones para corregir el déficit comercial son varias. En primer lugar está el ajuste fiscal, recomendado por el FMI, que podría realizarse, por ejemplo, mediante una fuerte reducción de la inversión pública en infraestructura. Este recorte del gasto público interrumpiría el crecimiento de la industria de la construcción, la cual ha sido uno de los motores de la reactivación económica ocurrida durante 1993-94. Además, la contracción de la actividad económica pondría un freno a las importaciones y, de esta manera, disminuiría el déficit comercial.

La otra posibilidad, que siempre está presente, es aplicar una política monetaria restrictiva: se recorta la expansión de la cantidad de dinero, entonces, suben las tasas de interés en moneda nacional y tiende a bajar el precio del dólar. El problema es que, a lo mejor, este ajuste monetario no tendría mayores efectos sobre la balanza comercial porque el costo real del crédito, en una economía dolarizada como la peruana, depende principalmente del precio real del dólar. La elevación de la tasa de interés en soles encarecería el costo real del crédito en moneda nacional; mientras que, la caída en el tipo de cambio real abarataría el costo real del crédito en dólares. Y, como las tres cuartas partes del crédito que la banca comercial otorga al sector privado son en moneda

Cuadro 11
INVERSIÓN BRUTA FIJA, CONSTRUCCIÓN E INVERSIÓN EN EQUIPO
(% del PBI)

Años	Inversión Equipo	Construcción	Inversión Bruta Fija
1950	6,3	11,9	18,2
1965	9,8	11,3	21,1
1975	15,8	12,7	28,5
1980	11,5	12,7	24,2
1982	12,3	14,0	26,3
1985	5,7	10,6	16,3
1987	6,3	13,0	19,3
1989	3,7	12,8	16,5
1990	4,0	13,7	17,7
1991	4,1	13,6	17,7
1992	4,1	14,7	18,8
1993	3,8	15,7	19,5
1994*	5,1	17,0	22,1

(*) : Datos estimados.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INEI.

3 Obviamente, la solución del problema del sector externo pasa también por resolver el problema de la deuda externa.

extranjera, el costo real promedio del crédito podría reducirse. Este ajuste monetario, paradójicamente, podría impulsar aún más la demanda agregada y las importaciones, empeorando el déficit comercial en lugar de mejorarlo.

Para que el ajuste monetario mejore la balanza comercial, en la economía peruana, éste tendría que consistir en una reducción y/o en un encarecimiento de los préstamos en dólares, antes que en una reducción de la cantidad de soles en circulación. La idea es poner freno al *boom* del crédito en moneda extranjera observado en los últimos años, que sería uno de los factores determinantes de la fuerte expansión de las importaciones. El problema es que el BCRP no tiene manera de poner un límite al crédito en dólares, que la banca comercial privada extiende a la economía. Habría que inventar algún instrumento de política monetaria, distinto de la tasa de encaje en moneda extranjera que ya está muy alta, para que la autoridad monetaria pueda recortar dicho crédito.

Con excepción de esta última, todas estas opciones poseen un rasgo común. Presuponen que la razón básica, de esta brecha externa, es un nivel de actividad demasiado alto y/o que una recesión es el método más eficaz para reducir las importaciones. En realidad, es difícil sostener que la economía peruana está 'recalentada' porque el PBI de 1994 es un 8% inferior al de 1987 y, además, el producto agregado del sector secundario (determinado por demanda) se encuentra, en 1994, muy por debajo del nivel alcanzado en 1987. Las altas tasas de crecimiento observadas, que en parte han acentuado el *boom* de importaciones, no serían un problema si estuviesen acompañadas de superávit en la balanza comercial. Es decir, si el crecimiento estuviese liderado por las exportaciones.

Dadas las exportaciones y los términos de intercambio externos, el excesivo volumen de las importaciones podría deberse a un nivel de actividad y a una propensión media a importar demasiado altos. Entonces, podría darse el caso que el déficit comercial reflejara la apertura comercial y el retraso cambiario, antes que el 'recalentamiento' de la economía. De hecho, los libros de texto admiten como un caso relevante aquella situación macroeconómica caracterizada por la presencia, simultánea, de desempleo y déficit comercial.

Si este fuera el caso, la tercera opción consistiría en operar directamente sobre el déficit comercial, a través del tipo de cambio y los aranceles o impuestos a la importación. La elevación del tipo de cambio, mediante alguna modalidad de meta

cambiaría, tendría importantes efectos sobre la balanza comercial aunque también elevaría la tasa de inflación. En todo caso, el punto es: cuál sería este nivel de inflación.

Respecto de su impacto sobre la balanza comercial, la elevación del tipo de cambio mejoraría la competitividad de los bienes nacionales frente a los extranjeros, incentivando las exportaciones y contrayendo las importaciones. Por otro lado, al generarse presiones inflacionarias, se reduciría el salario real, se contraería el consumo y también las importaciones. Finalmente, el mayor precio del dólar, encarecería el costo real del crédito y generaría una disminución de la demanda agregada, de las importaciones y del nivel de actividad.

Por último, tenemos la política arancelaria. A diferencia de las anteriores políticas, una elevación de los aranceles (sobre productos como automóviles y electrodomésticos) podría corregir la balanza comercial al actuar, directamente, sobre las importaciones, sin generar una recesión y con muy poco efecto inflacionario. Alternativamente, si se cree que el arancel es un instrumento de largo plazo, podría afectarse con el impuesto selectivo al consumo a algún grupo de bienes importados que no tienen sustitutos domésticos.

A manera de conclusión, casi la totalidad de las medidas mencionadas son recesivas y algunas, como la devaluación, inflacionarias. Queda en pie la discusión sobre la elección del paquete de políticas, pensando no sólo en los problemas de corto plazo sino, sobre todo, en las posibilidades de crecimiento de largo plazo. Por cierto, también queda la opción de pensar que todo está bien, que los capitales continuarán ingresando, como en años pasados, y que, en consecuencia, no hay necesidad de adaptar la política macroeconómica a la nueva situación internacional. Ese parece ser el punto de vista oficial ya que el Ministro de Economía ha afirmado, recientemente, que no le "preocupa tener déficit en los primeros años del segundo gobierno de Fujimori, mientras los inversionistas mantengan la confianza en el país" (*Gestión*, 2/6/1995).

LA PRÁCTICA LATINOAMERICANA RECIENTE

Cuando los países encuentran problemas, en su sector externo, utilizan todos los instrumentos que están a su alcance. En términos de política fiscal, México, Argentina y Brasil han reducido, drásticamente, sus gastos y elevado sus impuestos con la idea de incrementar el ahorro interno o

bajar la demanda agregada. Sin embargo, México no puede disponer alzas arancelarias a sus socios del Tratado de Libre Comercio (TLC), de donde provienen la mayor parte de sus importaciones; a diferencia de Argentina y, sobre todo, Brasil que han hecho un uso intensivo de la política comercial, elevando el arancel externo común y los aranceles de algunas partidas ligadas a productos competitivos con la producción nacional. Con relación a la política cambiaria, ésta ha sido distinta en estos tres países: los mexicanos devaluaron drásticamente; los brasileños iniciaron un esquema de minidevaluaciones del Real, por encima de la inflación; y los argentinos, han mantenido inalterado el tipo de cambio. Por otro lado, en estos países, la política monetaria se ha hecho más restrictiva, lo que ha conducido a una elevación de las tasas de interés internas. Por último, en el caso de México, no debe desestimarse el rol de 'prestamista de última instancia' desempeñado por el Gobierno de Clinton.

En términos de resultados, México ha eliminado su déficit comercial; y Argentina y Brasil están corrigiendo su problema externo, aunque en un grado mucho menor. Los efectos de las políticas cambiarias optadas, sobre la inflación, han sido los esperados: en México, se ha elevado fuertemente; ligeramente, en Brasil y ha llegado, incluso, a bajar en Argentina. Por último, la caída en el producto ha sido más fuerte en México que en los otros dos países.

En el corto plazo, entonces, pareciera que la estrategia argentina ha sido mejor que la brasileña o la mexicana. Sin embargo, en términos de crecimiento económico, de ser cierto que el crecimiento sostenido sólo es posible con un tipo de cambio alto y competitivo, la estrategia mexicana sería la mejor. ¿México está pasando del Chile 1979-1982 al Chile 1983-1990, mientras que Argentina y Brasil están postergando el ajuste?

SÍNTESIS DEL DEBATE

Juan Nunura
Universidad Nacional del Callao

El debate, sobre la coyuntura económica del primer trimestre de 1995, es interesante por estar inscrito en un momento particular: a) el período de análisis es la fase culminante del último proceso electoral presidencial de este siglo, b) por primera vez, en el Perú, un presidente en ejercicio postula a la reelección y c) por primera vez, también, un Gobierno termina su gestión con altas tasas de crecimiento económico, lo que en parte ha contribuido a la reelección.

En ese contexto, la discusión se centró en cuatro temas relacionados con la búsqueda de la forma, más eficiente, de compatibilizar el futuro crecimiento de la economía con el consiguiente desequilibrio comercial. Estos temas fueron: a) la crisis del sector externo y el 'sobrecalentamiento' de la economía, b) las propuestas para mejorar la balanza comercial, c) el impacto de la inversión directa extranjera sobre las importaciones y d) la perspectiva decreciente de los términos de intercambio.

El sector externo y el 'sobrecalentamiento' de la economía

Las perspectivas sobre el sector externo son pesimistas. Primero, porque el escenario internacional será desfavorable para el Perú, en la medida en que la tasa de interés internacional tiende a subir y, como consecuencia, la entrada del capital extranjero no tendrá el mismo comportamiento del período 1993-94. Segundo, porque se espera que los precios de las materias primas bajen frente al 'enfriamiento' de la economía norteamericana, nuestro principal socio comercial. Además, se cuestionó la política económica vigente, en la medida en que el tipo de cambio y la tasa de interés han creado ciertos sesgos en la entrada de capitales hacia los activos líquidos de corto plazo; en la composición del capital de largo plazo, a favor de los bienes no transables; y en la composición de la inversión, favoreciendo a la construcción.

En ese sentido, se planteó la necesidad de un cambio en la política económica, de corto plazo, compatible con el cambio en el sector externo. El punto es: qué tipo de cambio y en qué magnitud. El expositor central definió la opción del 'sobrecalentamiento' de la economía, no en su concepción estricta, sino en el sentido que el crecimiento

de la economía está limitado por la crisis de su sector externo, específicamente, por el déficit de su balanza comercial. En sentido estricto, el 'sobrecalentamiento' está relacionado con el uso pleno de su capacidad instalada y bajas tasas de desempleo. Se advirtió también que, aún cuando la capacidad instalada ociosa se encuentre en su límite, el grado de respuesta frente a incrementos previsibles de la demanda es diferenciado entre sectores. En algunos, como la industria del cemento, parece haber problema de respuesta, cuando se llega a ese límite, porque la inversión toma mucho tiempo para entrar en operación. Sin embargo, en otros sectores, ese límite tiene una mayor capacidad de respuesta debido a la importación de bienes de capital y a una ampliación de la capacidad disponible.

La posición discrepante al 'recalentamiento', por crisis del sector externo, argumentó que se está lejos de una recesión externa porque tenemos margen para sostener, en el corto plazo, las importaciones en términos de reservas y existe una alta probabilidad para que se produzca un *boom* minero en los próximos dos o tres años.

El desequilibrio comercial: sus principales determinantes y propuestas

De acuerdo con lo anterior, se discutió cómo mejorar la balanza comercial, partiendo de las fuerzas principales que estarían detrás del desequilibrio. Para algunos investigadores, el déficit comercial se puede explicar por la fuerte expansión del gasto público y por el crecimiento del gasto privado.

Sin duda, en estos últimos años, el gasto público ha crecido más que los ingresos y la inversión pública se ha orientado hacia el sector no transable de la economía. Sin embargo, también sostuvieron que el problema más grave se origina en el gasto del sector privado, que tiende a crecer significativamente, inducido por la generalización del crédito en moneda extranjera. Este crédito determina, a la vez, la fuerte caída de la tasa de ahorro privado registrada en los últimos años. Este proceso es preocupante porque tiende a generalizarse, con mayor énfasis, hacia el consumo; ya que el crédito al consumo en moneda extranjera es el

segmento, potencialmente, más rentable para la banca privada. Así, en el futuro, las importaciones de bienes de consumo pueden ser muy altas.

Por lo tanto, el desequilibrio comercial puede combatirse combinando una política fiscal y monetaria restrictiva, sobre el gasto privado. En ambos casos, se busca mantener bajo control el gasto público y privado.

Para otros investigadores, la relación entre déficit comercial y déficit público no es evidente. En primer lugar, porque el gasto público de 1994 o el primer trimestre de 1995, si bien ha crecido y es superior al de 1990, aún está por debajo de los niveles históricos; y, en segundo lugar, porque el déficit comercial se ha incrementado, a pesar de haberse registrado un superávit primario fiscal. Además, la inversión pública en infraestructura (como carreteras, irrigaciones y telecomunicaciones), realizada por el actual Gobierno, está más cerca del concepto de transable que de no transable; o, en todo caso, la composición no transable de la inversión pública es mejor que la de otros ciclos anteriores.

En esta perspectiva se postula que el déficit comercial se explica, básicamente, por una alta y creciente propensión a importar, insostenible con las exportaciones actuales, de modo que las importaciones netas se vienen cubriendo, eventualmente, con las entradas de capital. Por lo tanto, la inquietud se centra en cómo bajar la propensión a importar y no en una política fiscal restrictiva. En esa dirección, se propuso, como medida relevante, ajustar el tipo de cambio, es decir, devaluar como en el caso mexicano. El riesgo de una devaluación es su efecto inflacionario aunque, en el largo plazo, puede mejorar el crecimiento del sector exportador. En cambio, el riesgo de un ajuste vía una política fiscal restrictiva (como el caso argentino) es que exige una fuerte recesión para mejorar la balanza comercial, dado que la propensión a importar es alta.

El ajuste a través de una política monetaria restrictiva, no es muy efectivo. Primero, porque el efecto de una política monetaria restrictiva sobre la balanza comercial es ambiguo: por un lado, desalienta la demanda agregada al elevar la tasa de interés pero, por otro, incentiva la demanda agregada al retrasar el tipo de cambio y abaratar el costo real del crédito que está, mayormente, en moneda extranjera. Y, segundo, no hay mucho margen por el lado de la tasa de encaje bancario porque ésta es alta, quedando sólo los aranceles para controlar directamente las importaciones.

Una tercera opción planteó enfocar el problema, del déficit comercial, desde la perspectiva del equilibrio de la balanza de pagos de largo plazo. La razón es que, en las actuales condiciones, las inversiones, sobre todo en recursos naturales, están determinando un tipo de cambio real de equilibrio más bajo que antes. Éste, a la vez, promoverá las exportaciones que serán, obviamente, las de mayor productividad y competitividad.

La inversión directa extranjera

El papel que desempeñaría la inversión directa extranjera (IDE), ante una eventual brecha comercial en los próximos cinco años, también fue objeto de discusión. Un primer enfoque planteó que para colocarnos en la senda del crecimiento, con una oferta exportable importante en el segundo quinquenio de los noventa, es preciso disponer de capital externo en la cantidad suficiente para cubrir dicha brecha. Este capital puede provenir, primero, de las privatizaciones y, posteriormente, de la IDE. Sin embargo, esta nueva IDE, a diferencia de los capitales por concepto de privatización, tiene un alto componente importado determinado por sus propias importaciones y por aquéllas derivadas de su efecto multiplicador sobre la demanda interna. En este caso, la interrogante es si la IDE podrá cubrir esas importaciones. Lo más evidente es que el incremento de la IDE coincida con un deterioro de las condiciones de la balanza comercial seguido, generalmente, por una crisis de balanza de pagos.

Para otro grupo de investigadores, esa idea de crisis comercial, donde la atención se centra en si las entradas de capital cubren parte del exceso de importaciones, supone que no hay un mecanismo de financiamiento de las importaciones. Si la atención se centrara en cómo se están financiando las importaciones, la conclusión evidente sería: una proporción significativa de estas mayores importaciones se están financiando con las entradas de capital. Entonces, las entradas de capital no necesariamente determinan la brecha en la balanza comercial, como se presupone en el enfoque anterior.

Un tercer enfoque postuló que si bien la IDE, casi siempre, crea un exceso de importaciones, mucho más grave es aquélla que se encuentra en los bancos. Éstos, al otorgar créditos en moneda extranjera para el consumo, incrementan las importaciones de consumo y, a la vez, provocan una caída neta en la tasa de ahorro del sector privado. Cuando se generalice este proceso de crédito en

moneda extranjera, se agudizará más el desequilibrio comercial.

La discusión en el futuro, entonces, no se centrará tanto en que la IDE no cubre el déficit comercial que genera sino en aquélla que produce una caída en la tasa de ahorro nacional. Por lo tanto, la política monetaria debería evitar que se manifiesten plenamente, los procesos de crédito en moneda extranjera que aún no han madurado. Ésta sería la mejor forma de tornar controlable la expansión del gasto privado. En caso contrario, tendríamos un sector de consumo personal endeudado que puede terminar en una debacle financiera.

El comportamiento 'perverso' de los términos de intercambio

Con relación a las proyecciones de los precios internacionales, se hizo notar el cambio del comportamiento de los términos de intercambio, registrado en los años noventa, respecto de la pauta normal. De acuerdo con esta última, cuando los términos de intercambio están altos las tasas de interés internacionales están bajas. Esto se ha cumplido hasta los años ochenta y por más de cuarenta años, pero en los tres últimos años se han presentado situaciones especiales. En primer lugar, se registraron tasas de interés bajas y precios internacionales bajos y, ahora, tenemos tasas de interés altas y precios internacionales altos. Si las leyes siguen vigentes, debe ocurrir algún cambio en una u otra variable. La perspec-

tiva es que bajen los términos de intercambio por diversos factores presentes, actualmente, en el escenario internacional: a) existen dudas de que baje la tasa de interés internacional; b) el 'enfriamiento' de la economía norteamericana hará, con cierto retraso, que disminuyan los precios internacionales de las materias primas; c) la revaluación del yen y el reacomodo de las monedas podrían hacer que la inflación internacional, relevante para el Perú, sea mayor que la inflación interna en 1995, tal como habría acontecido en el primer trimestre de este año y 4) está vigente una 'semi-guerra' comercial entre Japón y EE.UU.

En consecuencia, la coyuntura internacional puede perjudicarnos, en el sentido de conducirnos a un deterioro de los términos de intercambio y originar pérdidas de capital importantes para el Perú.

Corolario final: combinar el corto y largo plazo

En suma, una probable crisis del sector externo peruano sugiere combinar, eficientemente, los instrumentos de corto plazo con la estrategia de largo plazo. Y, como se señaló en el debate, las respuestas, al ajuste externo, no deben enfocarse necesariamente desde las pautas tradicionales. La razón es que la autoridad que, actualmente, determina la política económica tiene un grado de acción inusual, mayor que en otros contextos anteriores, con un alto nivel de divisas y baja organización social.

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.

Cuidado de impresión: Mónica Nerio

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.