

## INTRODUCCIÓN

El encargo de realizar un análisis de la Coyuntura Económica es una tarea sencilla cuando la economía no es estable y cuando los indicadores económicos muestran cambios bruscos, muchas veces no predecibles. Este no es, sin duda, el caso actual de la economía peruana. Los principales indicadores de la economía evidencian que el país sigue una senda de expansión y que aquellas variables que nos preocupaban, a inicios del primer gobierno de Fujimori (inflación, reservas internacionales, déficit fiscal, entre otras), se encuentran estabilizadas.

Luego de esta etapa de estabilización, la economía peruana se encuentra, hoy, en una fase de crecimiento y no, por ello, está exenta de algunos problemas que tratamos en el presente informe. La situación macroeconómica, en el segundo trimestre del año en curso, estuvo controlada por el comportamiento de la tasa de acumulación de capital. Esta variable es el impulso fundamental que conduce el desenvolvimiento de la demanda efectiva y el crecimiento de la producción.

A su vez, el crecimiento del producto puede ser explicado por cinco componentes: i) el incremento en el ingreso, ii) la expansión del consumo autónomo, iii) el comportamiento de la inversión, iv) el ritmo de crecimiento de las exportaciones y v) la sustitución de importaciones. Estos componentes serán explicados, en detalle, más adelante.

Por su parte, el dinamismo de la tasa de acumulación se apoya en los programas de inversión del sector público y del sector privado. La dinámica de esta tasa de acumulación constituye la causa última de la expansión de las importaciones y del impresionante desequilibrio externo.

La cuestión fundamental, entonces, es ¿cómo diseñar una combinación de políticas que permitan romper la tendencia hacia el deterioro, sin frenar el ritmo de crecimiento de la producción? El presente análisis de la coyuntura económica, co-

rrespondiente al segundo trimestre de 1995, busca iniciar el debate sobre este tema y dar algunos lineamientos generales para su solución.

## EVOLUCIÓN DEL SECTOR REAL

### EL PRODUCTO Y LA DEMANDA AGREGADA

Según algunos estimados, se preve que en 1995 la economía peruana crecerá alrededor del 6 ó 7 %. El resultado del segundo trimestre del año alcanza el 7.8 %. En el mes de mayo se registró un crecimiento de 10.1% con relación al mismo mes del año anterior, lo que implica un crecimiento de 9.9% para el periodo enero-mayo.

Este rápido crecimiento fue interpretado como un posible sobrecalentamiento de la economía. Sin embargo, esta preocupación ha sido dejada de lado, ya que el crecimiento registrado no se ha traducido en un incremento en los precios. Por el contrario, se ha producido una reducción de los niveles de inflación. La idea anterior se refuerza por el hecho que la capacidad instalada ociosa de algunas ramas industriales todavía es amplia, lo cual daría un margen para seguir creciendo.

El crecimiento del producto, en el segundo trimestre de 1995 (7.8% respecto del mismo periodo del año anterior), se sustentaría en cinco fuerzas: i) el crecimiento inducido por el ingreso (47%), ii) por la expansión del consumo autónomo (8%), iii) por el comportamiento de la inversión (100%), iv) por el crecimiento de las exportaciones (12%) y v) por la sustitución de importaciones. (-66%).

En el cuadro 1 se muestran las fuerzas determinantes de la tasa de crecimiento de la producción, antes mencionadas. Para calcular la contribución relativa de éstas, se procedió de la siguiente forma: el crecimiento del consumo autónomo es igual a la tasa de crecimiento del consumo menos la tasa de crecimiento del consumo inducida por el ingreso. El consumo inducido por el ingreso se obtiene de

1 El presente Informe de Coyuntura Económica ha sido elaborado por Bruno Seminario y Elsa Galarza, con la colaboración del equipo del Área de Coyuntura Económica del CIUP.

multiplicar la propensión media a consumir, del segundo trimestre del año anterior, por el crecimiento del ingreso. Para determinar el efecto de la sustitución de importaciones, se calculó el incremento de las mismas inducido por el ingreso (propensión media a importar multiplicada por el crecimiento en el ingreso), al cual se le restó el incremento de las importaciones. El crecimiento inducido por el ingreso es igual a la diferencia del incremento en el consumo y las importaciones, ambos inducidos por el ingreso.

**Cuadro 1**  
**FUERZAS DETERMINANTES DEL**  
**CRECIMIENTO DE LA PRODUCCIÓN**  
**(segundo trimestre de 1995)**

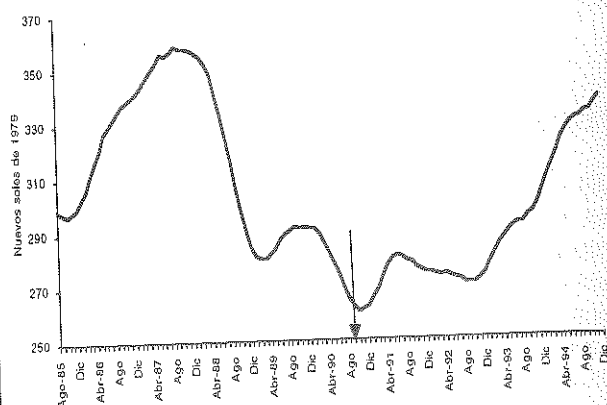
Impulso	Contribución
Inducido por el ingreso	3.7
Consumo autónomo	0.6
Inversión	7.8
Exportación	0.9
Sustitución de importaciones	-5.2
<b>TOTAL</b>	<b>7.8</b>

Fuente: BCRP.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

La inversión se expresa tanto en inversión pública, financiada en parte con recursos externos provenientes del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Mundial (BM); como en la inversión extranjera directa e inversión privada, que financiarían proyectos en la minería, energía y telecomunicaciones, principalmente.

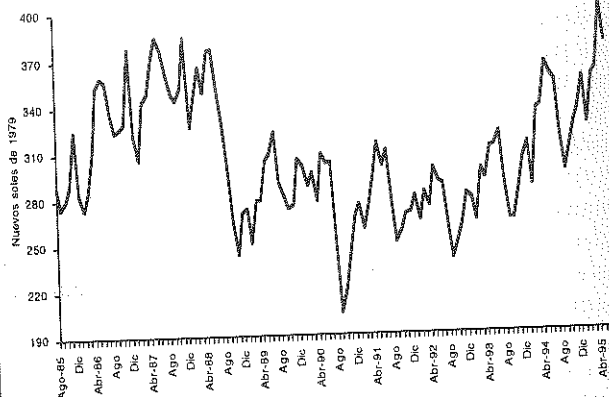
El proceso de crecimiento económico actual, nos hace recordar el crecimiento del producto en el periodo 1985-1987, correspondiente al gobierno de A. García. Es interesante observar el gráfico 1, que nos permite comparar el crecimiento del PBI en ambos periodos. Analizando, además, el gráfico 2, concluimos que el crecimiento del PBI ha superado los niveles de 1987. Si bien, el gobierno de A. Fujimori habría tenido una fase de crecimiento algo menos pronunciada que la de A. García, parecería que éste sería un crecimiento algo más sostenido. Debe notarse, sin embargo, que la estructura de la producción es diferente. En el primer caso, específicamente, la importancia cualitativa del sector primario es sustancialmente mayor, ya que una parte importante del dinamismo del crecimiento ha sido determinado por los sectores minería y pesca.

**Gráfico 1**  
**CICLOS DEL PBI**



Fuente: INEI  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

**Gráfico 2**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**

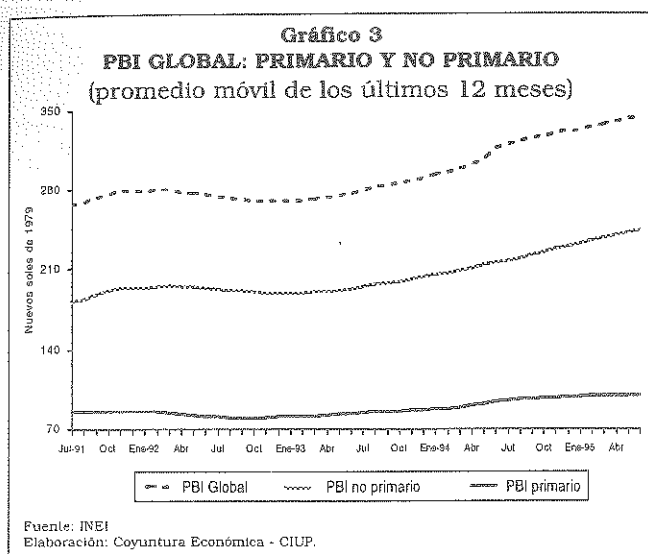


Fuente: INEI  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

### El desarrollo sectorial de la producción

El crecimiento de la producción, durante este primer semestre, se apoya fundamentalmente en el crecimiento del PBI no primario; constituido por los sectores electricidad, manufactura (descontado procesamiento de recursos primarios), construcción, comercio y otros. Es decir, en los sectores cuyo nivel de actividad depende de la demanda interna por bienes y servicios (véase el gráfico 3).

¿Qué fuerzas son las que sostienen este crecimiento? Como ya lo mencionáramos, al parecer la inversión pública y el, cada vez mayor, acceso al crédito han fomentado el crecimiento en las ventas, la producción y el empleo en las actividades productivas relacionadas directa e indirectamente con infraestructura (construcción e industria manufacturera). Así, el sector construcción es el que mayor crecimiento ha experimentado en este se-



gundo trimestre, 30.9%; seguido de *comercio*, 12.8% y *manufactura*, que registró un crecimiento de sólo 3.9%.

El crecimiento del *sector construcción* está asociado a la intensificación en las obras de infraestructura hidroenergética, residencial y hotelera y por la continuación de las obras de reconstrucción de la red vial, las que inciden sobre las mayores ventas de cemento y asfalto.

En cuanto a las ramas industriales, de acuerdo a su destino, la producción industrial de *bienes de consumo* creció, a pesar de la competencia de los productos importados. De igual manera, sobresalió el incremento de las ramas de productos farmacéuticos de uso humano. Las industrias de *bienes intermedios* registraron también un crecimiento, destacando las industrias de papel y cartón y vidrio; así como, las ramas de pinturas, barnices, lacas, entre otras. Contrarrestaron estas alzas, la menor producción de la rama de envases de papel y cartón, afectada por la sustitución de dichos envases. La industria de *bienes de capital* mostró un mayor dinamismo en el primer semestre del año, especialmente las ramas de maquinaria eléctrica diversa y maquinaria y equipos diversos.

De otro lado, el PBI primario registró en el primer semestre una desaceleración del crecimiento. Así, los sectores agropecuario, pesca, minería y manufactura (procesadora de recursos primarios) vieron atenuar y, en algunos casos, caer su actividad productiva (véase el gráfico 2).

El *sector agropecuario* ha mostrado un mejor comportamiento, creciendo en 12.9% y 5.7% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Los cultivos que experimentaron mayor crecimiento

fueron los de consumo humano, destacando la mayor producción de papa, camote, ajo, cebolla y trigo. Este sector ha sufrido una serie de modificaciones de carácter institucional como: la Ley de Inversión Privada en el Desarrollo de las Actividades Económicas en las Tierras del Territorio Nacional y de las Comunidades Campesinas y Nativas; la Ley Orgánica de Aprovechamiento de Recursos Naturales del Ámbito Agrario (Ley de tierras y de aguas).

El *sector minero* registró, en los primeros meses del año, un ligero crecimiento debido a la minería metálica, pero contrarrestado por la caída de la producción de petróleo crudo. La producción de oro se incrementó, fundamentalmente, por la expansión de la mina de Yanacocha. En términos generales, en este sector se vienen ejecutando diversos proyectos, de modernización productiva, que comprometen importantes niveles de inversión nacional y extranjera.

El *sector pesca* es el único que ha mostrado una contracción respecto del segundo trimestre del año anterior, 14%. La migración temporal de la anchoveta explica esta caída, ya que se ha tenido un menor nivel de captura y la consecuente reducción de la producción de harina y aceite de pescado. Contrasta con esta caída, el crecimiento de la pesca para conservas, que permitió incrementar las exportaciones de este sector.

### Los componentes de la demanda agregada

La composición del PBI por tipo de gasto nos permite determinar cuál es el destino de la producción (véase el cuadro 2). Al respecto, resaltan dos componentes importantes: la inversión bruta interna y las importaciones. Durante el primer semestre del año se observa un crecimiento de la inversión bruta interna, registrándose en el segundo trimestre un crecimiento de 41%. Un componente importante, de dicha inversión, es la inversión pública que explicó, en el primer trimestre del año, el 56% de crecimiento respecto del mismo período del año anterior. Este dato apoya la afirmación hecha, anteriormente, en el sentido que el empuje de la reactivación está dado por el impulso de esta inversión pública.

Con respecto a las importaciones de bienes y servicios, se observa con preocupación que, en el primer y segundo trimestre de 1995, éstas hayan aumentado en 49.1% y 45.4%, respectivamente. Asimismo, que este crecimiento no ha sido acompañado por un incremento de las exportaciones en la misma magnitud.

**Cuadro 2**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO POR TIPO DE GASTO**  
**(nuevos soles de 1979)**

Año	Trim.	Consumo Privado	Consumo Público	Inver. Bruta Interna	Inversión Privada 1/	Inversión Pública	Exportac.	Importac.	PBI
1990	I	578.9	74.4	237.3	200.5	36.8	206.4	198.9	898.1
	II	556.2	74.1	240.2	203.5	36.7	201.2	155.0	916.6
	III	497.3	70.4	161.7	140.5	21.2	203.8	147.8	785.3
	IV	537.1	79.6	113.7	83.4	30.4	191.1	126.1	795.5
1991	I	494.4	68.0	178.2	152.9	25.3	211.4	148.4	803.5
	II	600.1	45.8	226.5	199.8	26.6	224.2	168.2	928.4
	III	610.6	57.1	207.6	177.6	30.0	195.8	186.4	884.8
	IV	561.8	93.2	210.2	174.0	36.2	186.7	179.3	872.7
1992	I	528.5	72.0	207.2	184.6	22.6	216.0	198.2	825.7
	II	579.7	57.0	214.2	180.9	33.3	206.5	179.1	878.4
	III	577.1	61.0	188.3	158.6	29.7	187.0	184.5	829.1
	IV	567.4	92.0	191.5	142.5	49.0	212.3	188.1	874.7
1993	I	504.7	71.0	200.6	169.8	30.8	221.4	167.9	829.8
	II	608.7	59.0	231.6	195.9	35.7	204.8	178.4	925.8
	III	601.3	62.0	230.1	194.9	35.2	210.6	186.2	917.8
	IV	580.5	89.0	233.4	182.4	51.1	229.5	208.6	923.7
1994	I	554.8	74.0	251.6	220.0	31.6	242.6	204.2	918.8
	II	668.0	61.0	305.9	265.2	40.8	258.4	219.1	1,074.3
	III	659.6	72.0	266.0	216.0	50.0	261.9	243.9	1,015.5
	IV	640.8	101.0	338.7	271.2	67.4	249.3	271.9	1,057.9
1995	I	614.7	87.0	331.3	279.6	51.7	269.2	283.2	1,019.1
	II	716.7	76.0	389.8	334.7	55.1	268.5	292.8	1,158.2

1/ Incluye variación de stocks.

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

### Ahorro financiero de los sectores económicos

El cuadro 3 muestra la brecha financiera del sector privado. En el primer trimestre del año llegó a los US\$ 798 millones, cifra superior a la de los trimestres precedentes. El factor que estaría explicando esta brecha sería el elevado nivel de importaciones de bienes y servicios. Así, se observa que, en el primer trimestre de año, las importaciones fueron de US\$ 2,305 millones; tendencia que también se hizo evidente en el último trimestre de 1994.

A pesar de que la brecha en el ahorro privado se manifiesta en el segundo trimestre de 1991, a partir del año 1994, ésta se hace cada vez mayor debido al incremento de la tasa de inversión privada.

### PRECIOS RELATIVOS

Los niveles de inflación siguen mostrando una tendencia decreciente. Sin duda, un posible rebrote inflacionario, que afecte el desenvolvimiento del programa económico, sería algo muy improbable. Así, el primer semestre del año muestra un creci-

miento de los precios acumulado de 5.6%, estimándose que el año 1995 cerrará con una tasa de inflación del 10%. Se debe señalar que esta tasa fue la establecida en la Carta de Intención, suscrita por el Perú con el FMI.

Dentro de la clasificación de bienes en transables y no transables (véase el gráfico 4), se puede observar que, en el primer semestre del año, el desenvolvimiento de los precios ha sido casi parejo. En junio, los precios de los productos transables crecieron en 0.9%; destacándose las variaciones de los rubros textil y calzado, alimentos (por el alza de precios del fideo) y combustibles. El incremento de precios del rubro servicios públicos explica el alza en los bienes no transables, especialmente, en lo que se refiere al aumento de las tarifas de agua, correo y teléfono. La educación y el rubro alquileres también sufrieron ligeras alzas.

El Índice de Precios al por Mayor (IPM) muestra tasas más elevadas en el primer semestre del año respecto al Índice de Precios al Consumidor (IPC); la razón se encuentra en el aumento de los precios de los productos importados.

**Cuadro 3**  
**AHORRO FINANCIERO PRIVADO**  
(millones de US\$)

Año	Trim.	PBI (1)	Serv. Financ. Privados (2)	Transferen. del Exterior (3)	Ingr. Crrtes. Gobierno (4)	Transferen. del Gob. <sup>1/</sup> (5)	Intereses Deuda Inter. (6)	Cons. e Inv. Privados (7)	Ahorro Finan. Privado (8) <sup>2/</sup>
1990	I	7,667	32	54	477	381	82	7,566	108
	II	6,928	34	54	401	358	348	6,633	620
	III	6,830	34	72	535	293	88	6,360	354
	IV	8,148	29	67	878	467	78	7,538	315
1991	I	9,692	41	74	908	290	97	9,123	80
	II	10,470	38	82	892	259	62	10,030	-87
	III	11,598	23	73	1,041	312	69	11,207	-218
	IV	10,480	21	137	1,027	396	43	10,173	-166
1992	I	10,847	22	122	1,165	291	22	10,693	-598
	II	11,701	36	107	1,216	374	23	11,236	-282
	III	10,473	28	102	1,142	422	10	10,155	-317
	IV	9,774	42	117	1,117	437	19	9,216	-28
1993	I	9,008	34	114	1,117	387	9	8,621	-254
	II	10,575	34	117	1,163	402	0	10,270	-373
	III	10,677	48	108	1,110	406	11	10,328	-285
	IV	10,564	38	144	1,268	465	11	10,163	-285
1994	I	10,382	42	134	1,454	374	22	10,099	-683
	II	13,023	56	117	1,602	508	11	12,514	-514
	III	12,917	72	117	1,628	555	6	12,209	-312
	IV	13,645	68	134	1,787	641	9	12,957	-383
1995	I	13,261	106	100	1,896	630	8	12,730	-734
	II	15,441	73	105	2,045	668	5	14,944	-842

1/: Incluye transferencias corrientes y de capital.

2/: (8) = (1) - (2) + (3) - (4) + (5) + (6) - (7).

Fuente: BCRP.

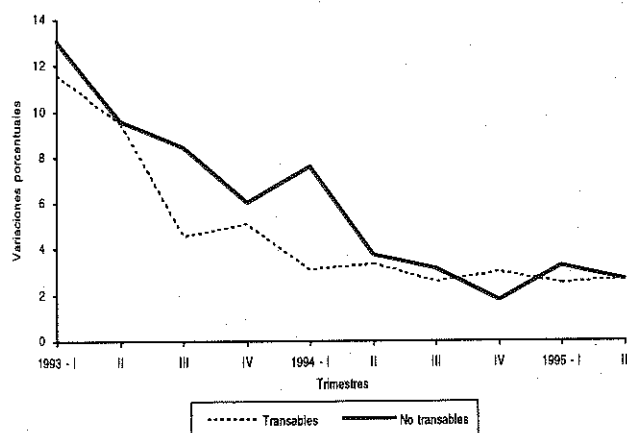
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Ingreso y cantidad de dinero

Hacia fines del mes de junio del presente año, la liquidez en moneda nacional tuvo un crecimiento de 6.5% respecto del mes anterior. La emisión primaria, en el último semestre, fue motivada básicamente por razones externas. Es decir, por las operaciones ejecutadas por el Banco Central de Reserva (BCR) con el propósito de sostener el 'piso' del dólar. Una fracción significativa de la compra de divisas fue esterilizada mediante la emisión de valores del BCR (véase el cuadro 4), cuya oferta se extendió hasta representar un tercio de los pasivos del Banco. Nótese que este tipo de emisión de valores tiende a endogenizar la cantidad de dinero, ya que el BCR, probablemente, tiene que financiar los intereses de estos papeles mediante la emisión de dinero.

**Gráfico 4**  
**ÍNDICE DE PRECIOS TRANSABLES Y NO TRANSABLES**



Fuente: INEI

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

**Cuadro 4**  
**FUENTES DE VARIACIÓN DE LA EMISIÓN PRIMARIA<sup>1/</sup>**  
**(millones de nuevos soles)**

	1991	1992-I	II	III	IV	1992	1993-I	II	III	IV	1993	1994-I	II	III	IV	1994	1995-I	II
<b>EMISIÓN PRIMARIA (I+II)</b>	408	67	115	132	203	517	114	61	60	217	452	12	188	209	460	869	153	35
<b>I. ORIGEN EXTERNO (A+B)</b>	344	57	148	78	213	496	110	77	2	214	403	581	581	-91	218	1.289	19	419
A. Origen externo con efecto en RIN	324	51	141	71	205	468	96	69	-7	202	360	578	583	-96	218	1.283	19	419
1. Compras netas en mesa de negociación	692	167	199	225	215	806	138	84	305	321	848	1.066	880	120	237	2.303	97	603
2. Otras compras netas al sistema financiero	0	3	-57	-142	-22	-218	10	-9	-146	-40	-185	8	-80	-92	-22	-186	7	5
3. Deuda pública neta	-362	-121	0	0	0	-121	-42	0	0	0	-42	-469	-221	-104	-22	-816	-76	-192
4. Operaciones netas de empresas estatales petroleras	-22	-3	-1	-3	-2	-9	-1	0	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	0
5. Otras operaciones netas	17	5	0	-9	14	10	-9	-6	-166	-79	-260	-27	4	-20	25	-18	-9	3
B. Origen externo sin efecto en RIN	20	6	7	7	8	28	14	8	9	12	43	3	-2	5	0	6	0	0
<b>II. ORIGEN INTERNO</b>	65	10	-33	54	-10	21	4	-16	58	3	49	-569	-393	300	242	-420	134	-384
1. Crédito a la banca múltiple	23	19	20	-19	-17	3	-24	10	1	-4	-17	-7	0	-3	0	-10	0	0
2. Crédito al sector público y Banco de la Nación	38	-6	-7	-7	-3	-23	-9	-10	-7	-9	-35	-3	0	0	0	-3	0	0
3. Crédito al sector privado	4	2	1	-1	-1	1	-2	0	0	0	-2	0	0	0	0	0	0	0
4. Valores del BCRP	0	-3	-8	-17	28	0	-12	-27	-17	44	-12	-315	-109	78	8	-338	42	-278
5. Depósitos esterilización del sistema financiero	0	0	0	-4	1	-3	2	0	0	-39	-37	9	-50	7	-86	-120	121	-2
6. Depósitos del sector público y Banco de la Nación	-16	-9	-55	78	-30	-16	32	-9	9	-13	19	-279	-266	184	295	-66	-57	-133
7. Otros	16	7	16	24	12	59	17	20	72	24	133	26	32	34	25	117	28	29

1/: A partir del 31 de enero de 1994, los depósitos en moneda nacional del Banco de la Nación y Cofide explican las variaciones de la emisión por origen interno.

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.



Los instrumentos para el manejo monetario siguen siendo los mismos: la compra de dólares como factor de expansión monetaria y las operaciones de mercado abierto como mecanismo de contracción. Además, existe un manejo coordinado de los depósitos del sector público y del Banco de la Nación en el BCR. De otro lado, el multiplicador, que refleja la capacidad de los bancos de expandir la liquidez a partir de la emisión primaria, fue de 2.6, en el mes de junio, lo que implica un mayor grado de intermediación respecto de los meses anteriores. La mayor captación de depósitos y la mayor estabilidad económica han permitido este resultado.

Otro aspecto interesante, en el campo financiero, es el fuerte crecimiento que se observa en los pasivos internacionales de la banca comercial (véase el cuadro 5). El movimiento en esta cuenta refleja la sustitución por parte de la banca comercial, de sus fuentes de fondos. Los Bancos prefieren captar fondos del extranjero antes que los depósitos en el mercado local porque los primeros no están sujetos a encaje, mientras que los segundos sí. Esta captación de fondos externos se ve facilitada porque la mayoría de los Bancos tiene sucursales en el extranjero, lo cual permite dicha canalización.

### Tasas de interés

Con relación a las tasas de interés (véase el cuadro 6), se observa que la tasa activa efectiva anual en moneda nacional, por un crédito de hasta 360 días, fue de 37.3% y 38% en junio y julio, respectivamente, mostrando una tendencia al alza. La tasa pasiva efectiva en ahorros se situó en 12.7% y 12.6% en los meses de junio y julio del presente año, respectivamente. La tasa activa efectiva en moneda extranjera fue de 16.4% para el mes de julio y la pasiva, de 6%.

El crédito en el sistema bancario siguió priorizando la actividad privada. El monto de créditos al sector privado en moneda extranjera, a junio del presente año, fue de US\$ 5,313 millones.

En cuanto al rendimiento de la Bolsa de Valores de Lima, el Índice General Bursátil (IGB) registró alzas de 1.1% y 3% para los meses de junio y julio, respectivamente. Esta recuperación se ha consolidado luego de la caída observada en el primer trimestre del año. Las acciones de las compañías de seguros mantuvieron más o menos estables sus cotizaciones, mientras las *blue chips* fueron las más dinámicas. Así, el Índice Selectivo Bursátil (ISB) muestra un crecimiento del 4.7% para el mes de julio. Existen expectativas de mejora en la Bolsa, para el segundo semestre, las cuales se apoyan en la reducción de las tasas de interés en EE.UU., posibles acuerdos de solución de la deuda externa, resultados positivos en las utilidades de algunas empresas, entre otros factores.

### SECTOR FISCAL

Los resultados del gobierno central pre-deuda externa (sin considerar los pagos de intereses de la deuda e ingresos de capital), durante los cinco primeros meses del año, fue de S/. 177.8 millones. La Carta de Intención señala, al respecto, la necesidad de fortalecer las finanzas públicas, programándose un superávit primario equivalente a 0.8% del PBI para 1995. Si esto es así, los ingresos tributarios deberán crecer de 13% del PBI (obtenido en 1994), a 13.9% en 1995. Se debe mencionar que la presión tributaria, al primer trimestre, fue de 14.3% del PBI.

Para el mes de mayo del presente año, se observa que los ingresos tributarios siguen manteniendo la tendencia creciente respecto del año anterior, registrándose un crecimiento del 18%.

**Cuadro 5**  
**EXPOSICIÓN DE LA BANCA MÚLTIPLE**  
(millones de US\$)

Concepto	1994				1995	
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.
1. Obligac. monet. con sec. priv.	4,120	4,419	4,891	5,280	5,430	5,855
2. Créditos en ME al sec. priv.	3,241	3,633	3,796	4,463	4,808	5,313
3. Encaje efectivo ME	1,772	1,832	2,144	2,241	2,217	2,495
4. RIN	161	122	158	-48	-333	-289
Diferencia (2+3+4-1)	1,054	1,168	1,207	1,376	1,262	1,664

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Dentro de este rubro, el Impuesto General a las Ventas (IGV), el impuesto al patrimonio y el impuesto selectivo al consumo son los que tienen mayor importancia (véase el cuadro 7).

Los gastos no financieros del gobierno fueron de S/. 1,110 millones, notándose un incremento respecto de los primeros meses del año anterior. El rubro más importante es el de transferencias, el cual incluye el financiamiento de programas de Emergencia Social, el Programa del Vaso de Leche, FONCODES y el PRONAA. Los gastos de capital, en los meses de abril y mayo, ascendieron a S/. 492.7 millones, lo cual implica un aumento significativo respecto del trimestre del año anterior. Aumento que ha sido consecuencia, básicamente, del incremento de la formación bruta de capital por los mayores recursos asignados al Ministerio de Energía y Minas y al Instituto Nacional de Desarrollo (INADE).

## LA DINÁMICA DE LARGO PLAZO DEL COMERCIO EXTERIOR

Los resultados económicos del primer semestre de 1995 muestran, con claridad inobjetable, el carácter vulnerable y poco sostenible del actual esquema de crecimiento económico. Cualquier ejercicio de simulación numérica, basado en la proyección mecánica de las tendencias de los últimos nueve meses, podría arrojar como resultado un desequilibrio insostenible en el sector externo (véase el gráfico 5).

Las instituciones internacionales (FMI, BID y BM), conscientes de esta situación, han propuesto al gobierno una revisión de su política económica. El objetivo general es moderar el ritmo de crecimiento de la demanda efectiva, mediante la ejecución de políticas fiscales y monetarias restrictivas.

**Cuadro 6**  
**TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA FINANCIERO**  
(porcentajes)

	TAMN Real Mensual	TAMN Nominal		TAMEX		Tasa Ponderada <sup>2/</sup>
		Mensual	Anual	Mensual	Anual	
Ene. 1994 <sup>1/</sup>	2.70	4.59	71.35	1.20	15.41	0.99
Feb.	2.74	4.61	71.74	1.20	15.36	0.99
Mar.	2.12	4.49	69.39	1.19	15.24	0.98
Abr.	2.77	4.35	66.69	1.18	15.11	1.01
May.	3.29	4.03	60.66	1.18	15.13	1.01
Jun.	2.67	3.84	57.17	1.18	15.16	1.00
Jul.	2.64	3.55	51.99	1.20	15.33	1.02
Ago.	1.92	3.48	50.76	1.20	15.33	1.02
Set.	2.60	3.13	44.75	1.20	15.38	1.03
Oct.	2.66	2.96	41.91	1.20	15.37	1.00
Nov.	1.55	2.79	39.13	1.19	15.28	0.99
Dic.	2.18	2.78	38.96	1.19	15.24	0.99
Ene. 1995	2.29	2.67	37.16	1.19	15.23	1.03
Feb.	1.54	2.70	37.60	1.20	15.40	1.01
Mar.	1.22	2.61	36.20	1.22	15.60	1.01
Abr.	1.57	2.56	35.50	1.22	15.70	1.01
May.	1.72	2.56	35.50	1.24	15.90	1.01
Jun.	1.82	2.65	36.80	1.27	16.30	1.01
Jul.	2.07	2.65	36.90	1.27	16.40	1.01
Ago.	1.57	2.63	36.50	1.27	16.40	1.01

1/: A partir de diciembre de 1993, el sistema no bancario incluye a las empresas de arrendamiento financiero, cajas municipales, cajas rurales y fondos de pensiones.

2/:  $[(1 + iME) (1 + e) (DEP ME/DEP TOT) + (1 + iMN) (DEP MN/DEP TOT)] / (1 + \delta P)$

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.



**Cuadro 7**  
**RESUMEN DE CUENTAS FISCALES**  
**(millones de nuevos soles de 1994)**

	1994 - I	II	III	IV	1994	1995 - I	II
<b>INGRESOS CORRIENTES</b>	2,861	3,042	3,053	3,206	12,162	3,352	3,580
Ingresos tributarios	2,903	3,013	3,023	3,226	12,165	3,375	3,522
Impuesto a la renta	578	710	583	653	2,524	770	934
Impuesto al patrimonio	32	48	4	4	88	2	2
Impuesto al comercio exterior	334	357	392	429	1,512	433	458
Impuesto general a las ventas	1,350	1,377	1,504	1,597	5,828	1,699	1,675
Ventas internas	843	839	914	944	3,540	1,021	948
Ventas externas	507	538	590	653	2,289	678	727
Impuesto selectivo al consumo	576	525	552	608	2,262	559	536
Combustible	310	317	318	341	1,286	317	332
Otros	267	208	234	267	976	242	203
Otros impuestos a la producción	6	12	11	8	37	8	5
Otros	103	111	107	87	408	73	72
(Documentos valorados)	77	127	129	160	493	170	159
Ingresos no tributarios	444	536	538	529	2,048	559	654
Cuenta de ajuste 1/	-486	-507	-507	-552	-2,053	-582	-598
<b>EGRESOS NO FINANCIEROS</b>	1,977	2,649	3,075	3,591	11,292	3,339	3,444
Remuneraciones	668	887	960	1,084	3,599	1,150	977
Bienes y servicios	297	352	496	554	1,699	476	589
Transferencias	644	912	945	1,077	3,578	1,071	1,145
Gastos de capital	368	498	674	875	2,415	643	734
<b>DEUDA INTERNA</b>	157	95	32	28	313	31	21
<b>CAJA PRE-DEUDA EXTERNA</b>	727	297	-54	-413	557	-18	116

1/: Incluye canon petrolero, interés de cuentas intangibles, recursos propios de los pliegos y otros recursos que no constituyen ingresos de caja.

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.



Con esto se busca preservar el flujo de capitales, sostener la tasa de acumulación y reducir el ritmo de crecimiento de las importaciones. Estas políticas, según sus proponentes, permitirían sostener la estrategia básica de crecimiento que espera, mediante la elevación de las tasas de inversión, generar hacia finales de siglo un fuerte incremento en el *quantum* exportable. De esta manera, se solucionarían de manera definitiva, los desequilibrios de la Cuenta Corriente.

Esta estrategia de desarrollo económico no es nueva. La experiencia histórica del Perú nos demuestra cómo, esta 'apuesta', se ha intentado numerosas veces y cómo se ha fracasado en el intento. Los ejemplos más recientes incluyen los gobiernos de J. Velasco Alvarado (principios de la

década de los setenta) y el segundo gobierno de M. Prado (finales de la década de los cincuenta).

El problema básico es de coordinación y de programación del gasto del sector público y privado. El éxito puede ser encontrado si, y sólo si, en el período de ejecución de los proyectos se contiene la expansión en el sector no transable de la economía. Esta es una tarea bastante difícil de realizar, que requiere de capacidades institucionales e instrumentos de política económica, escasamente desarrollados en el Perú.

En cualquier caso, el diseño de la misma implica, como condición indispensable, conocer con precisión la dinámica de la tasa de acumulación en el sector primario-exportador y sus efectos sobre el sistema económico en su conjunto. Por esta razón, es importante estudiar la experiencia pasada a este respecto, ya que el modelo de desarrollo económico propuesto por el Ing. A. Fujimori no difiere, significativamente, de aquéllos propuestos, por otros gobiernos, en el pasado.

a. Las exportaciones no siguen, en el Perú, un curso de desarrollo regular y sostenido. Por el contrario, presentan abruptas fluctuaciones en el corto plazo y saltos bruscos en el mediano plazo. Estos saltos son provocados por la culminación de proyectos de inversión.

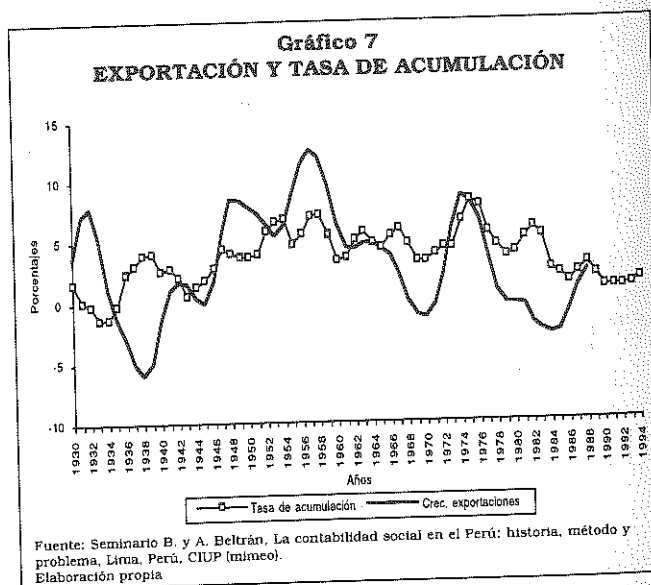
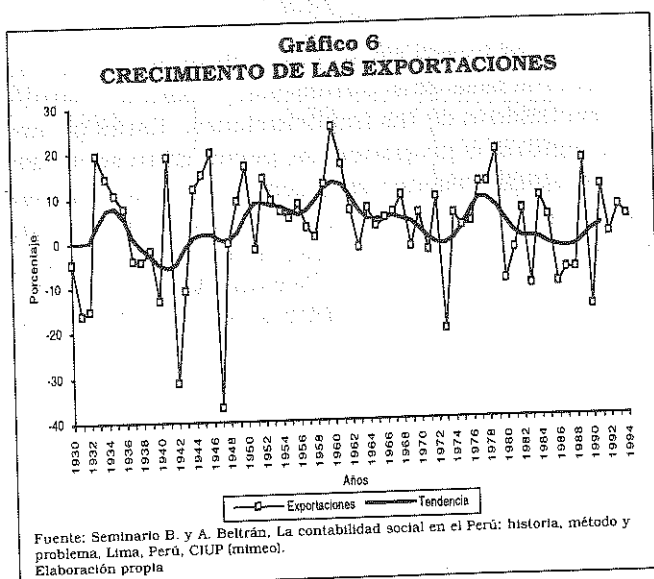
En el gráfico 6 se muestra la tasa de crecimiento de las exportaciones y sus valores tendenciales, en el período comprendido entre 1930 y 1994. Observando dicho gráfico, se puede verificar, intuitivamente, la validez de la afirmación anterior. La línea punteada es la tasa efectiva de crecimiento de las exportaciones que, como puede apreciarse,

es bastante irregular. En realidad, muestra una variabilidad extrema, ya que el rango de su intervalo de variación es de -40 a 40. Este hecho revela la inestabilidad fundamental del *quantum* exportable.

Los años de máxima variación positiva se asocian con la culminación de proyectos de inversión, tal como sucedió hacia finales de la década de los años cincuenta o los años finales de la década del setenta. Los años de variabilidad negativa están relacionados con factores climáticos -como el año 1970, en que la pesca sufre un colapso- o con algún evento internacional -como la segunda Guerra Mundial o la Gran Depresión- que limitan la venta de productos al exterior.

b. Todo incremento en el *quantum* exportable implica un fuerte incremento en la tasa de acumulación, que precede en varios años al incremento de las exportaciones. En el Perú, el 'pico' en la tasa de acumulación se produce dos o tres años antes que el del crecimiento de las exportaciones.

Para comprobar esta afirmación se muestra el gráfico 7, en el cual se presenta las tasas tendenciales de crecimiento de las exportaciones y las tasas de crecimiento del stock de capital. Cabe resaltar que no todo incremento de la tasa de crecimiento del stock de capital provoca un aumento en la tasa de crecimiento de las exportaciones, dado que ello depende de la composición de las inversiones. Por ejemplo, durante el segundo gobierno de F. Belaúnde, la tasa de acumulación se elevó significativamente sin que ocurriera incremento alguno en el *quantum* exportable, ya que el gasto en inversión de estos años se dirigió al sector no transable.



Sin embargo, el inverso de la proposición es verdadero. Es decir, todo incremento de las exportaciones requiere elevar significativamente la tasa de acumulación de la economía. Los ejemplos, a observar, son la experiencia del gobierno Militar y de M. Prado. En ellos, los ciclos de inversión precedieron a los de crecimiento del *quantum* exportable.

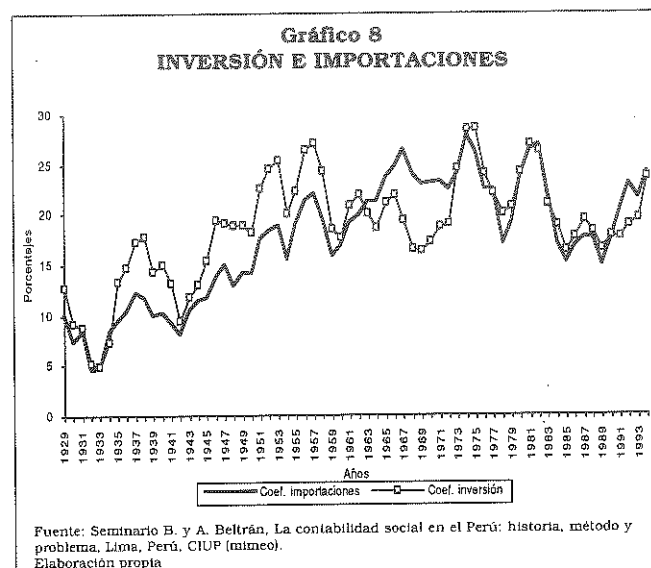
c. *El principal factor determinante de la propensión media a importar es el coeficiente de inversión de la economía. Es decir, todo incremento en el coeficiente de inversión implica un incremento en la misma dirección en el ratio importaciones-PBI.*

La información representada en el gráfico 8, permite ilustrar la relación entre estas dos variables. La observación de la misma es suficiente para apreciar la estrecha vinculación que existe entre el coeficiente de importación y el coeficiente de inversión. Esta relación es una constante estructural, ya que se ha dado en cualquier época histórica. La única excepción es la década de los años sesenta, en donde se elevaron las importaciones sin que se incrementara el coeficiente de inversión. Por el contrario, éste se redujo, probablemente, por el inicio del proceso de sustitución de importaciones.

## CONSIDERACIONES FINALES

En resumen, el presente informe de coyuntura advierte un serio problema en el sector externo. Las políticas orientadas a solucionar este

desequilibrio deberían, en nuestra opinión, evitar los clásicos instrumentos para reducir la brecha externa: devaluación y aranceles. La propuesta, por el contrario, plantea utilizar el siguiente esquema: i) una reducción en los programas de inversión pública, ii) un incremento en el ahorro público y iii) políticas crediticias que limiten el desequilibrio financiero del sector privado.





## SÍNTESIS DEL DEBATE

Juan Nunura  
Universidad Nacional  
del Callao

Los principales indicadores macroeconómicos mostraron un comportamiento favorable durante el primer semestre de 1995. Sin embargo, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos llegó al 6.8% del PBI<sup>1</sup>, determinado básicamente por el elevado crecimiento de las importaciones. Como, en esta situación, la expansión de la demanda interna ha excedido el crecimiento de la producción nacional, el debate tomó dos posiciones: una, que postulaba reducir el gasto agregado interno a través de políticas monetarias y fiscales restrictivas y, otra, que sugería medidas para desviar el gasto de productos importados hacia productos nacionales, vía aranceles y tipo de cambio.

### Medidas para reducir el gasto

Para algunos economistas, el elevado crecimiento de las importaciones se explicaría por las altas tasas de crecimiento productivo, registradas desde 1993, antes que por una pérdida de competitividad de la producción nacional. En esa perspectiva, el crecimiento económico reciente estaría ligado fundamentalmente a los determinantes de la inversión, sobre todo de la privada. En otros términos, el significativo incremento de la inversión privada se ha traducido en mayores importaciones. Así, durante el primer semestre de 1995, las importaciones de bienes de capital han crecido en 66%, mientras que las de bienes de consumo en una proporción menor, 45%.

Dado este *boom* de inversiones privadas, sin un flujo similar de ahorro interno, se sugirió adoptar medidas que controlen la expansión del gasto o que incentiven el ahorro interno. El crecimiento económico debería generar un mayor ahorro interno y no una mayor dependencia del ahorro externo. Sólo así, se podrían mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo.

Entre las medidas sugeridas, para tal efecto, destacan: i) la restricción del crédito, sobre todo el

crédito personal y el destinado a la importación de bienes de consumo duraderos; ii) aminorar el impacto de la entrada neta de capitales sobre la expansión del gasto, ya sea elevando el encaje a los depósitos bancarios en moneda extranjera o adoptando medidas no convencionales, como canalizar las divisas a intermediarios financieros que coloquen fondos de mediano y largo plazo (tipo COFIDE) y; iii) promover la diversificación y ampliación de la inversión en cartera, con instrumentos que pueden ir desde la innovación en títulos financieros hasta la extensión de los programas de accionariado difundido, como el de Participación Ciudadana en la privatización de las empresas públicas. Este tipo de medidas implica generar mejores tasas de rendimiento para el ahorrista privado.

Por el lado del sector público, se sugirió incrementar el superávit fiscal, a través de una mayor recaudación tributaria y, sobre todo, mayor austeridad en el gasto corriente y de capital; así como, limitar la inversión pública social.

El dilema de las medidas anteriores es: ¿cómo enfriar la economía sin llegar a una recesión? Es difícil corregir la brecha externa sin trabar el proceso de inversión del sector privado y sin afectar el optimismo empresarial. Sin embargo, los defensores de esas medidas argumentaron que las restricciones al gasto privado se deberían centrar, básicamente, sobre el consumo y la inversión en el sector no transable, preservando la inversión en el sector transable.

### Políticas para reasignar el gasto privado

Para otros economistas, la existencia de un atraso cambiario y la apertura comercial son los factores determinantes del déficit en la balanza comercial. El atraso cambiario disminuye la competitividad de las exportaciones peruanas y abarata el precio de los productos importados. El nivel actual de los aranceles, derivado de la apertura

<sup>1</sup> La cifra sería aún mayor si se corrige la sobrevaluación del PBI en dólares.



comercial, ha contribuido, aún más, al cambio brusco de la composición del gasto privado interno a favor de los bienes importados, afectando seriamente a la producción nacional.

Con ese diagnóstico, se propuso atacar directamente la brecha comercial con aranceles y elevación progresiva del tipo de cambio. Es decir, bajar la alta propensión a importar vigente, de manera que se sustituyan bienes importados por productos nacionales. Se recomendó adoptar el arancel escalonado del Grupo Andino para reintegrar al Perú en dicho bloque. De ese modo, con políticas que fomenten la reasignación del gasto, el impacto recesivo sobre la producción interna sería menor que aquél, derivado de medidas fiscales y monetarias restrictivas.

El riesgo de estas medidas sería el incremento de precios y el subsecuente rebrote de expectativas inflacionarias, que a la larga podrían eliminar las ventajas competitivas esperadas. Además, el arancel escalonado significa determinar qué industrias se deben proteger y cuáles no. Este tipo de decisión no sería consistente dentro de la política económica vigente, que considera al mercado como el mecanismo asignador de recursos. Por otro lado, la elevación de la tasa de cambio, ante un supuesto atraso cambiario, dependería más de una disminución de los flujos netos de capital extranjero que de una medida deliberada del gobierno. En las condiciones actuales, las exportaciones crecerían en función de su productividad, antes que por ventajas del tipo de cambio.

### **¿Existe capacidad para reducir la brecha externa?**

El alto nivel del déficit en cuenta corriente ha generado el consenso que es urgente reducirlo. Sin embargo, se argumentó que en el pasado, por ejemplo, durante el gobierno de M. Odría (1948-1956), las condiciones para controlar el déficit en cuenta corriente fueron mejores porque la estructura de las inversiones era menos compleja, la composición de las importaciones estaba más concentrada en bienes de consumo, el tamaño de la deuda externa no era tan alto y la economía no estaba dolarizada. Ahora, esas condiciones han cambiado y las medidas aplicadas en ese entonces, para cerrar la brecha externa, no pueden reproducirse en los años noventa; aún, cuando el ciclo de recuperación económica del primer gobierno de A. Fujimori tenga cierta similitud con los ciclos expansivos de los gobiernos de M. Odría (1948-1956), J. Velasco (1968-1975) o F. Belaúnde (1980-1985).

Además, se señaló que, en la actualidad, no existiría el mismo grado de capacidad institucional que tuvieron los gobiernos anteriores para conseguir cerrar la brecha externa. En ese sentido, algunos analistas mostraron un cierto pesimismo sobre la viabilidad de las medidas para restringir o reorientar el gasto privado y público, anteriormente señaladas. Sin embargo, otros enfatizaron que varios países de la región, con similar grado de desarrollo al Perú, están consiguiendo reducir su déficit en cuenta corriente, principalmente, con medidas monetarias y fiscales restrictivas, a partir de las enseñanzas del efecto 'tequila'.

**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) 264-1316  
Fax : (511) 264-0128

**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.