

# LA POLÍTICA ECONÓMICA EN EL PERÚ EN LOS AÑOS NOVENTA: ESTABILIZACIÓN, REFORMAS Y CRECIMIENTO

Julio Velarde  
Martha Rodríguez  
CIUP

Este trabajo presenta y discute de manera muy resumida algunos de los elementos más importantes de la política económica aplicada entre 1990 y 1997: estabilización macroeconómica, flujo de capitales, tipo de cambio y política monetaria, reforma fiscal, liberalización financiera, y liberalización comercial. Inicialmente pensamos que este análisis brindaría una visión del manejo económico 1998-2000, pero la crisis financiera mundial que se inició en julio de 1997 marca una diferencia entre estos años y el período materia de este trabajo, por lo que su estudio será esencial para futuros análisis.

## 1. LA ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA PERUANA

El programa de estabilización de corte ortodoxo tuvo resultados exitosos, pero con la peculiaridad que la reducción de la inflación fue relativamente lenta en comparación con experiencias similares en América Latina. Ello se debió a las condiciones existentes al momento de aplicar el programa. Los desequilibrios fundamentales eran de magnitud considerable y se traducían en fuertes distorsiones de los precios relativos, provocados por la proliferación de controles. Pese a que el choque inicial redujo estos desequilibrios y rompió las expectativas inflacionarias, la magnitud de la corrección inicial de precios clave (como el tipo de cambio y los precios públicos) no garantizaba que éstos alcanzaran un nivel de equilibrio. Por ello hubo necesidad de posteriores ajustes complementarios, los que fueron aplicados de manera errática, lo cual afectó las expectativas inflacionarias y retrasó la consolidación de la credibilidad en el programa.

Cabe señalar que hubo errores de conducción de la política fiscal. Por ejemplo, en 1990 se aumentó en 66% el precio de los combustibles. Esta corrección se dio poco después de un incremento de la emisión para cubrir ciertas rigideces heredadas de la anterior política monetaria. Esto causó que la inflación, que ya había bajado a 5.1% en noviembre de ese año, subiera a 23.7% en diciembre y a 17.8% en enero de 1991. Problemas similares se observaron en marzo de 1992, cuando se

elevó el impuesto general a las ventas (IGV) a los alimentos, lo que provocó un alza que se mantuvo pese a la posterior eliminación de la medida. Adicionalmente, la política de precios públicos entre 1991 y 1992 fue errática: en algunos meses se producían alzas significativas de los precios de los combustibles, mientras que otras veces no había variación durante largos períodos. Esta volatilidad en los cambios de los precios públicos afectó la confianza de la población en el éxito pleno del programa de estabilización.

### *Lenta desinflación*

Sin embargo, el factor que más influyó en la velocidad de disminución de la inflación fue la relativamente alta expansión monetaria derivada de la preocupación por el tipo de cambio. Entre agosto de 1990 y diciembre de 1993, aproximadamente, el 98% de la emisión correspondió a la compra de dólares por parte del Banco Central. Así, la emisión creció 96.1% en 1991, 62.3% en 1992 y 33.6% en 1993; mientras que la liquidez en moneda nacional crecía en 164%, 61% y 50% en esos mismos años. Este comportamiento determinó que la inflación fuera bajando lentamente: de 139% en 1991 a 39.5% en 1993.

Esta preocupación por el precio del dólar indujo al Banco Central de Reserva (BCR) a continuar adquiriendo divisas, primero provenientes de la repatriación de capitales y luego de la inversión extranjera; se temía una apreciación real importante del tipo de cambio, a la vez que se buscaba evitar efectos recesivos sobre los sectores transables. Finalmente, se optó por elevar el encaje marginal de los depósitos en moneda extranjera de 30% a 50% y, posteriormente, a 60%; lo que, sin embargo, no impidió que hubiera un importante exceso de oferta privada de dólares que fue absorbido por el BCR.

A partir de 1994, el organismo emisor recuperó el control de la oferta monetaria al introducir mecanismos de esterilización que le permitieron sostener el tipo de cambio y, a la vez, graduar mejor la cantidad de dinero. Se introdujeron así certificados de depósitos del Banco Central (CDB-



CRP) en moneda nacional, cuyo saldo subió de S/. 12 millones a fines de 1991 a S/. 349 millones en diciembre de 1994. La colocación de estos papeles fue posible por la reducción de las tasas de interés de 2.5% a 1.2% durante 1994. Esta mejor regulación de la liquidez y la estabilidad del tipo de cambio contribuyó a que la inflación bajara de 39.5% en 1993 a 15.4% en 1994, y continuara descendiendo hasta llegar a 6.5% en 1997.

### **Fases de la recuperación**

La recuperación del nivel de actividad económica entre 1990 y 1997 no fue uniforme, y podría descomponerse en tres períodos. El primero, de 1990 a 1992, fue de relativo estancamiento debido a los efectos iniciales (previstos) del ajuste y, luego, a los derivados de la incertidumbre tras el autogolpe del 5 de abril de 1992. El segundo, de 1993 a 1995, es de crecimiento excepcional, explicable tanto por el enorme incremento del gasto privado como por el gasto público electoral de 1995. En el tercero, de 1996 a 1997, se observa un comportamiento más errático, con alzas y bajas del PBI. No obstante, el resultado promedio ha sido relativamente positivo (4.1% como promedio anual) y, si se excluye el período 1990-1992, la tasa de crecimiento se eleva a 7.3%.

## **2. POLÍTICA MONETARIA CAMBIARIA**

En la década de los noventa, el Banco Central ha aplicado una política monetaria activa, en contraposición a los años anteriores en que su política fue pasiva, respondiendo principalmente a las necesidades de financiamiento del sector público.

En lo referente a las anclas nominales, en general no ha existido una ancla pura, sea monetaria o cambiaria, con excepción de algunos períodos cortos. Se adoptó más bien un sistema "híbrido", sin metas fijadas anunciadas. Si bien en la mayor parte de los siete años en estudio se ha privilegiado el control monetario, al mismo tiempo se ha buscado evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio, para lo cual se interviene en el mercado cambiario mediante una flotación sucia.

Inicialmente se privilegió el ancla cambiaria, se unificó el tipo de cambio (lo que significó una devaluación del 50% con relación al tipo de cambio paralelo tres días antes del programa) y se estableció una trayectoria no anunciada del precio del dólar hacia la meta definida. El BCR intervino con una cotización por debajo de la meta, lo

cual no sólo permitía un mayor control sobre el ritmo de monetización, sino que en alguna medida se inducía a los agentes económicos a deshacerse de sus inventarios, con lo cual se reforzaba el control de la inflación. El esquema duró hasta fines de setiembre de 1990, alcanzándose la meta fijada para el tipo de cambio. A continuación se pasó a un ancla monetaria relativamente flexible y no anunciada, pues se buscaba una reducción paulatina de la tasa de crecimiento de la base monetaria.

Este esquema se aplicó hasta fines de 1992, pero su manejo no fue uniforme y el énfasis relativo que se puso en el control monetario y en el sostenimiento del tipo de cambio fue variable. Con esto entramos a una segunda fase, marcada por una relativa volatilidad de los agregados monetarios combinada con una apreciación del sol. Ello se debió a la falta de coordinación entre las políticas fiscal y monetaria. La necesidad de mantener el equilibrio fiscal (y sobre todo aumentar los ingresos fiscales) indujo al gobierno a efectuar las alzas desordenadas de los precios públicos reseñadas más arriba, dificultando la política monetaria. Adicionalmente, la falta de una recirculación oportuna de los excedentes fiscales llevó a fluctuaciones no deseadas en la oferta de dinero y en el tipo de cambio.

De otro lado, la experiencia peruana no corrobora el argumento de que el ancla monetaria produce una recesión inicial, mientras que sucede lo opuesto con el ancla cambiaria. Si bien la mayor recesión se produjo a inicios del plan de estabilización, fue en este período cuando precisamente se aplicó una meta cambiaria.

### **Afluencia de capitales**

Finalmente, de 1993 a 1997, se logró el afinamiento y consolidación de la política monetaria gracias al aumento sustantivo del flujo de capitales del exterior (a partir de 1994). La entrada de capitales a largo plazo que en 1992 alcanzó sólo US\$ 200 millones, llegó a US\$ 1,226 millones en 1993, US\$ 3,838 millones en 1994 (US\$ 2,241 millones correspondieron a la privatización), US\$ 2,551 millones en 1995, US\$ 4,080 millones en 1996 y US\$ 2,736 millones en 1997.

Esta afluencia de capitales permitió financiar un creciente déficit en cuenta corriente y acumular reservas internacionales. Así, el déficit en cuenta corriente que fue de 3.6% del PBI en 1991, se elevó hasta 7.3% en 1995 para disminuir hasta



5.9% en 1996 y 5.2% en 1997. De otro lado, las reservas internacionales netas del Banco Central se incrementaron de US\$ 3,155 millones a fines de 1992 hasta US\$ 10,169 millones a fines de 1997.

En este período, las metas de la emisión y del tipo de cambio fueron referenciales y no anunciadas, e incluso el Banco Central tenía la potestad de cambiarlas dentro del mes. Obsérvese que esta flexibilidad hace que el concepto de anclas se torne más aparente que real, lo cual no es sorprendente, pues al no ser precisa la vinculación entre los agregados monetarios y la inflación, el BCR sostuvo que su objetivo era más bien la estabilidad de precios, es decir, que su política monetaria estuvo guiada en lo sucesivo por una meta de inflación anual (*inflation targeting*).

### **Apreciación cambiaria**

Ante el flujo de capitales externos, el Banco Central optó por una intervención esterilizada para evitar una apreciación mayor de la moneda nacional. Esta intervención se ha dado en el contexto de un descenso gradual de las tasas de interés.

Debe considerarse que en los primeros siete años del proceso de estabilización se produjo una apreciación de la moneda nacional del orden del 20%, mientras que el tipo de cambio real no ha tenido una evolución uniforme a lo largo del período. La apreciación se ha concentrado en el primer año y medio de la estabilización y en 1994. En la etapa inicial, la apreciación reflejó la significativa corrección de los precios públicos, mientras que en 1994 estuvo influenciada por la mayor entrada de capitales del exterior.

Para enfrentar este problema, se introdujeron mecanismos adicionales al encaje bancario en moneda extranjera establecido en 1991. En junio de 1992 se iniciaron operaciones de mercado abierto con los ya mencionados CDBCRP, que llegaron a los S/. 1,000 millones en 1995. A partir de ese año y el siguiente, los depósitos del gobierno en el BCR adquirieron más importancia como instrumentos de esterilización. Así, mientras los CDBCRP se redujeron en S/. 359 millones en 1996, los depósitos del sector público en el Banco Central crecieron en S/. 428 millones. Esta intervención ha sido, en general, exitosa. A diferencia de otras experiencias, no propició un aumento significativo de las tasas de interés ni generó un déficit cuasifiscal relevante.

### **3. EL EQUILIBRIO FISCAL**

El pilar fundamental del programa de estabilización y de la estrategia antiinflacionaria ha sido el logro del balance fiscal. Así, mientras que en el segundo trimestre de 1990 el déficit del sector público no financiero fue de 8.9% del PBI, en 1997 éste llegó a 0%, por primera vez en los últimos treinta años, alcanzándose un superávit primario del 1.7% del PBI.

Para ello se adoptó un programa radical de ajuste que no sólo elevó los precios públicos, sino que eliminó los subsidios en el ámbito cambiario y en el de las tasas de interés de la banca de fomento. Así, en agosto de 1990, se elevaron 30 veces los precios de los combustibles, mientras que las tarifas de electricidad subieron hasta un máximo de 5,270% y las telefónicas hasta 1,295%, lo que contribuyó a la mejora del sector público no financiero. De manera paralela se establecieron una serie de impuestos de emergencia económicamente ineficientes, pero que se fueron simplificando paulatinamente, al tiempo que se alcanzaba una posición fiscal relativamente sólida. Se simplificó el sistema de impuestos indirectos, se eliminaron las exoneraciones al IGV y a los derechos arancelarios, y se redujo la dispersión arancelaria estableciendo sólo tres tasas (15%, 25% y 50%), que posteriormente se reducirían a dos, entre otras acciones.

Luego de las medidas iniciales de emergencia, a lo largo de los tres años siguientes, se emprendió un programa de simplificación y ordenamiento tributario. Se suprimió una larga lista de impuestos menores que rendían poco y eran de difícil control, a la vez que se avanzó en el ordenamiento de algunos tributos. En 1991 se creó la Superintendencia de Administración Tributaria (SUNAT), organismo con autonomía presupuestal que se ha tecnificado y organizado de manera eficiente en todo el país. En 1993 se dio el avance más radical al establecerse que los tributos correspondientes al gobierno central serían sólo el impuesto a la renta (incluyendo el RUS), el IGV, el ISC y los aranceles a la importación. Por lo tanto, los impuestos restantes fueron derogados.

De 1994 a 1997 se avanzó poco y hasta se podría decir que hubo un retroceso en cuanto a la uniformidad del tratamiento impositivo, con la creación de regímenes especiales diferenciados (para la pequeña empresa -RUS-, la agricultura, el turismo, la educación privada, y los proyectos de inversión en recursos naturales con períodos de maduración mayores a los cuatro años, como



el del gas de Camisea). Asimismo se ha mantenido, si bien no como tributo, el FONAVI (hoy llamado "contribución de solidaridad") con una tasa de 5%.

La simplificación tributaria y la mejora en la administración de impuestos, al igual que el dinamismo experimentado por la economía peruana entre 1993 y 1997, han contribuido decisivamente a la recuperación de los ingresos tributarios. Los ingresos corrientes del gobierno central representaron el 11.4% del PBI en 1993 y llegaron al 14.1% en 1997. Los ingresos de capital derivados de la privatización empezaron a ser importantes desde 1994 y, en su mayor parte, no han sido usados para financiar el gasto sino para reforzar las reservas internacionales.

### **Comportamiento del gasto fiscal**

En cuanto al gasto fiscal, éste ha sido cuidadosamente controlado por el gobierno, sin permitir financiamiento alguno por parte del Banco Central al sector público, y con mucho recelo para comprometerse a un endeudamiento creciente. Esto ha determinado que el nivel del gasto sea el esperado por el lado de los ingresos fiscales, dado que el comité de caja sólo autoriza los desembolsos en función de la disponibilidad de recursos.

La evolución de los gastos totales del gobierno tuvo tres fases: una inicial de ajuste por la estabilización, una segunda de recuperación de ingresos fiscales (1994-95) y una tercera (1996-97), en la que se aplica una política fiscal más restrictiva y que mantiene básicamente el nivel de gastos alcanzado en 1995 (alrededor del 15% del PBI). También se advierte el peso cada vez menor de la deuda interna (en los primeros años) y de la deuda externa en 1996-97.

Finalmente, se observa un convencimiento en el gobierno, la clase política y la opinión pública, que la estabilidad fiscal es un valor a ser preservado, en gran medida como reacción a la pasada experiencia hiperinflacionaria.

## **4. LA REFORMA FINANCIERA**

En comparación con otros países latinoamericanos, la reforma financiera peruana ha sido muy profunda y rápida. Además, ha abarcado una gama muy amplia de aspectos tales como la liberalización de las tasas de interés, la apertura

irrestringida de la cuenta de capitales con el exterior, la liquidación de la banca de fomento, la privatización de la banca estatal comercial y de la Bolsa de Valores.

Asimismo, se ha modificado el marco legal y de regulación. La nueva ley de bancos ha introducido el concepto de banca múltiple y ha facilitado el acceso de nuevos bancos nacionales y extranjeros. Por su parte, la nueva ley orgánica del Banco Central le confiere amplia autonomía y, como ya se mencionó, le fija como único objetivo central: la defensa de la estabilidad de precios. La autonomía del BCR se da en el marco de su "ley orgánica" (y no de "la ley" en general, como era antes), además de reconocerle su completa autonomía presupuestal. Además, se le prohíbe expresamente que conceda financiamiento al sector público, más allá de la adquisición de títulos en el mercado secundario.

Se han eliminado el tratamiento preferencial a la banca estatal y las restricciones a la participación del capital extranjero en la banca nacional. Se estableció que la tasa de interés fuera determinada por el mercado y se fijó un encaje mínimo legal único de hasta 9%.

De otro lado, se ha limitado significativamente la discrecionalidad de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), reforzando el marco de la regulación preventiva. En ese sentido, se adoptaron criterios más específicos de diversificación de riesgo para impedir, por ejemplo, que un intermediario financiero concentre sus colocaciones en un solo sector económico. Otras disposiciones apuntan a determinar más estrictamente los llamados créditos refinanciados (que podrían ocultar la incapacidad de pago de algunos deudores) y el concepto de grupos o conglomerados económicos, así como mecanismos para disminuir el riesgo de insolvencia de las instituciones financieras. Además, se han establecido de manera muy clara y estricta las situaciones que exigen un régimen de vigilancia y otro de intervención, en las instituciones financieras.

### **Algunos efectos de la reforma financiera**

A partir de la aplicación del programa de estabilización de agosto de 1990, luego de la licuación inicial de los depósitos y el circulante, éstos han experimentado una recuperación bastante importante. El coeficiente de profundización creció a 11.7% en 1991 y llegó a 21.3% en 1997. La rápida recuperación de la liquidez es atribuible al au-

mento del ahorro financiero, que subió de 8.8% del PBI en 1991 a 17.6% en 1997, mientras que el dinero (M1) sólo aumentó de 2.9% a 3.8% en el mismo período. Este mayor peso del ahorro financiero en comparación con el M1 es una herencia de la hiperinflación, cuando el alto costo de mantener dinero llevó a que las personas y empresas redujeran sustancialmente sus tenencias en efectivo, comportamiento que no se ha revertido rápidamente luego de la reducción de la inflación, produciéndose, como en otros países, un fenómeno de histéresis.

Algo similar ocurre con la elevada dolarización de la economía. Mientras que en 1980 las obligaciones en moneda nacional representaban el 73% de la liquidez total del sistema financiero, frente a un 27% en moneda extranjera, en 1997 la situación se había invertido. Ese año, las obligaciones en moneda nacional significaban sólo el 33% del total, mientras que las de moneda extranjera llegaron a 67%. De hecho, la liquidez en dólares corrientes creció de US\$ 2,137 millones en 1990 a US\$ 13,547 millones en 1997. La importancia creciente de los depósitos en dólares refleja la reacción de los depositantes en moneda nacional frente a las pérdidas que experimentaron durante la época de hiperinflación, al tenerse controles a las tasas de interés que implicaban tasas significativamente negativas en términos reales.

De otro lado, se ha observado una mejora significativa en la productividad de la banca múltiple, a lo que debe añadirse la recuperación del nivel de intermediación con la aparición de la banca de consumo. Se observa también una mayor competencia en el sistema bancario. Así, el número de tarjetas de crédito, por ejemplo, pasó de menos de 50,000 a fines de 1990 a 840,000 a fines de 1997. La apertura de cuentas corrientes y de cajeros automáticos también ha aumentado considerablemente en estos años.

Finalmente, el mercado de capitales ahora es más dinámico: mientras que en 1989 el monto negociado en la Bolsa de Valores fue de US\$ 417 millones, en 1997 alcanzó los US\$ 12,146 millones. También debe mencionarse la entrada de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs)

que en 1997 contaban con un fondo acumulado cercano a los US\$ 1,500 millones.

## 5. REFORMA COMERCIAL

Esta reforma incluyó la eliminación de prácticamente todas las barreras para-arancelarias y la modificación de la estructura arancelaria, reduciendo drásticamente las distorsiones causadas por la intervención estatal. Actualmente existen sólo dos niveles arancelarios: 12% y 20%, situándose el 87% de las partidas en el nivel de 12%, con algunas excepciones.

El sector industrial no procesador de recursos primarios, que se esperaba sería el más afectado por la apertura, ha mostrado un crecimiento positivo todos los años entre 1991 y 1997, con excepción de 1992, cuando toda la economía cayó por efecto de una recesión. Es más, en los siete años este sector creció 111.6%, porcentaje significativamente mayor al de los sectores procesadores de recursos primarios (16.3%) y a los sectores extractivos, como minería (20.5%) y agropecuario (14.8%). Sin embargo, el empleo industrial se ha visto afectado como parte de la reestructuración empresarial.

Otro aspecto importante es que la reducción arancelaria ha disminuido el sesgo anti-exportador que existió por muchos años y que se agravó con el gobierno anterior. Gracias a esta reducción, el nivel de protección para la producción doméstica y las exportaciones tiende a uniformizarse.

Si bien la balanza comercial ha mostrado continuos déficit en el período en estudio, las exportaciones han mostrado un fuerte dinamismo, particularmente desde 1994. Entre los años 1990 y 1993, las exportaciones tradicionales caen 6.9%, mientras que las no tradicionales aumentan en sólo 2.8%; y entre 1994 y 1997, las tradicionales suben 93% (lo que reflejó un aumento en su volumen) y las no tradicionales en 101%. Las importaciones, en cambio, sí han tenido un repunte significativo desde el inicio del programa económico: crecieron 274% en el período 1990-1997, lo cual muestra un desembalse inicial del consumo reprimido de bienes durables y luego un repunte significativo de la inversión.



# CENTRALIZACIÓN REGIONAL Y AJUSTE ESTRUCTURAL EN EL PERÚ, 1990-1998: Producción, empleo, distribución y papel del Estado

Efraín Gonzales de Olarte<sup>1</sup>

Cecilia Lévano C.

IEP

La economía peruana sigue funcionando como un sistema de regiones con grados de desarrollo bastante desiguales, que han sido afectadas de manera diversa por el programa de ajuste estructural y las reformas del período 1990-1997. Estas desigualdades tienen dos orígenes: 1) la variada geografía y accidentada orografía del Perú, y 2) el patrón de crecimiento económico que hemos denominado "primario exportador semi-industrial y dependiente" (PESID), vigente desde hace 40 años, y que el ajuste estructural tiende a modificar. A su vez, este patrón de crecimiento tiene los siguientes rasgos esenciales: 1) un sistema centro-periferia en torno a Lima, 2) débiles relaciones urbano-rurales, 3) regiones económicas de cuatro tipos, y 4) una articulación urbano/industrial-rural/agropecuaria mediatizada por la disponibilidad de divisas suministradas por el sector primario-exportador (minería y pesquería).

En primer lugar describiremos resumidamente el patrón de crecimiento PESID en su dimensión regional, luego presentaremos los resultados generados por el programa de ajuste estructural neoliberal (PAEN) sobre dicho patrón, con especial énfasis en la producción, el empleo, ingresos y en la economía fiscal.

## 1. EL PATRÓN ECONÓMICO EN EL ESPACIO (PESID)

La economía peruana, que ha funcionado bajo un modelo PESID, tiene características espaciales de funcionamiento que es necesario tener presente para analizar los impactos de las reformas neoliberales emprendidas en 1990. La economía en el espacio funciona bajo un sistema centro-periferia, que contiene regiones de distinto nivel de desarrollo capitalista y con débiles relaciones económicas entre las ciudades y sus entornos rurales.

### *Un sistema centro-periferia*

El centro, conformado por Lima-Callao y su *hinterland*, concentra al 31% de la población na-

cional en el 2.9% del territorio del país; aquí se produce el 43% del PBI, se encuentra el 83% de las colocaciones bancarias, el 85% de la recaudación tributaria, el 55% del gasto público, el 50% del ingreso nacional, el 55.4% de la producción industrial, el 57.7% del comercio y el 37% de la fuerza laboral.

La periferia está repartida en el 97.1% restante del territorio nacional y está habitada por 17 millones de peruanos; produce el 57% del PBI y sus principales actividades son primarias y extractivas: la agricultura (con el 87% del total nacional), la minería (con el 95.6%) y la pesca (con el 84%). Estas dos últimas actividades convierten a la periferia en la principal productora de divisas, que son utilizadas por el centro.

En la conformación de este sistema, la minería tuvo un papel preponderante como principal exportador de materias primas, basado en rentabilidades diferenciales en recursos naturales, con tecnología intensiva en capital y, en su mayor parte, de propiedad del capital extranjero. Estas características determinaron su pobre impacto sobre los mercados regionales, con un débil efecto multiplicador sobre el empleo e inversión en su entorno inmediato. Además, al ser exportada como materia prima, la producción minera tampoco ha generado eslabonamientos con la industria regional o del centro. Como consecuencia, la minería no ha sido un factor de desarrollo regional ni ha contribuido a crear centros regionales alternativos. En cambio, sí ha generado las divisas para que el sector industrial del centro y de las ciudades principales importe bienes de capital, insumos y tecnología, y para la importación de bienes de consumo urbanos; es decir, ha contribuido a una industrialización y urbanización dependiente de las importaciones.

Por otro lado, las divisas no utilizadas directamente por el sector minero, más los impuestos con que se gravó esta actividad hasta los años setenta, constituyeron las bases de la intervención estatal y de las políticas económicas.

1. Una versión completa de este resumen está siendo publicada por el Instituto de Estudios Peruanos, bajo el mismo título.

Apoyándose en estos dos ejes (el modelo PESID y este tipo específico de minería), el Estado se ha convertido en regulador de las relaciones entre centro y periferia, y entre ciudad y campo, mediante las políticas de gasto público, monetaria y cambiaria<sup>2</sup>.

### **Débiles relaciones económicas urbano-rurales**

En segundo lugar, el modelo PESID ha generado un desarrollo urbano muy desigual (la segunda ciudad en importancia tiene diez veces menos población que Lima) y provoca disparidades en el poblamiento urbano y rural. Así, por ejemplo, mientras en la región Lima el 97% de su población es urbana, Cajamarca y Huancavelica apenas llegan al 28% y 29.7%, respectivamente; además, el 75% del PBI es de origen urbano y el 82% de los ingresos se concentra en hogares urbanos<sup>3</sup>. Como consecuencia, las relaciones entre ciudad y campo en cada región han sido relativamente débiles y han contribuido a un desarrollo desigual entre los dos ámbitos.

### **Cuatro tipos de región diferentes**

La desigualdad también se manifiesta en la conformación de regiones con distinto grado de desarrollo capitalista<sup>4</sup>. En Perú, estas regiones son de cuatro tipos:

- 1) La *región central* (Lima-Callao), con el 32% de la población nacional, donde se produce el 43% del PBI y se localizan todos los mercados de bienes y factores.
- 2) Las *regiones descentralizadas* de la costa (departamentos de Piura-Tumbes, Lambayeque, Amazonas-Cajamarca, Ancash-La Libertad,

Arequipa-Moquegua-Tacna), en donde existen mercados de trabajo y de bienes, habita el 34% de la población y se produce el 31% del PBI.

- 3) Las *regiones de colonización* (Loreto, Ucayali, San Martín), también con mercados de trabajo y de bienes, cuya población representa el 8% del total nacional y produce el 8% del PBI.
- 4) Los *espacios mercantiles* (Puno, Cusco-Apurímac-Madre de Dios, Ica-Huancavelica-Ayacucho, Junín-Cerro de Pasco-Huánuco), donde predomina el mercado de bienes con gran componente semimercantil; allí se concentra la pobreza rural<sup>5</sup>, vive el restante 26% de la población y se produce el 19% del PBI.

Esta heterogeneidad regional hace que las reformas como la desregulación y liberalización de mercados se vean confrontadas con mercados con distinto grado de desarrollo e inclusive existan algunas zonas donde no es posible hacer estas reformas, pues casi no existen mercados.

Como resultado de estos distintos tipos de región se aprecia la existencia de diferentes dinámicas económicas regionales; es decir, los ciclos económicos regionales no son los mismos<sup>6</sup>. Además, el intercambio comercial entre centro y periferia ha sido asimétrico hasta antes de 1990. De cada sol gastado en cualquier región de Perú, casi la mitad vuelve a Lima; mientras que de cada dólar generado en las regiones exportadoras de la periferia, Lima utiliza más de dos tercios. Estas fragmentaciones espaciales, mercados diferenciales, disparidades y asimetrías, implican que los impactos del ajuste serán distintos según regiones.

Veamos a continuación, cómo ha sido afectado este conjunto de características por el PAEN.

2. Véase Gonzales de Olarte, Efraín, "Political Economy of Latin America in the Postwar Period. The Peruvian Case", en Randall, Laura (editora), *The Political Economy of Latin America in the Postwar Period*. University of Texas Press, 1997; y Gonzales de Olarte, Efraín y Lilian Samamé, *El péndulo peruano: políticas económicas, gobernabilidad y subdesarrollo en el Perú 1963-1991*, Serie Análisis Económico 14, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, Consorcio de Investigación Económica, 1991.
3. Al respecto, ver Gonzales de Olarte, Efraín, *La economía regional de Lima: crecimiento, urbanización y clases populares*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1992.
4. *Ibid.*; Gonzales de Olarte, Efraín, *Problemas económicos de la regionalización en el Perú*, Documento de trabajo No. 41, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1989; Gonzales de Olarte, Efraín, *Economías regionales del Perú*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1982.
5. Gonzales de Olarte, Efraín, *La economía regional de Lima: crecimiento, urbanización y clases populares*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1992; Gonzales de Olarte, Efraín, *Economías regionales del Perú*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1982.
6. Gonzales de Olarte, Efraín, *Problemas económicos de la regionalización en el Perú*, Documento de trabajo No. 41, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1989; Gonzales de Olarte, Efraín, *Economías regionales del Perú*, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, 1982; Iguíñiz, Javier, "Ciclos económicos y región en el Perú: 1971-1981", en Revista *Allpanchis Phuturinga*, No. 23, Cusco: Instituto de Pastoral Andina, 1984.



## 2. LOS IMPACTOS REGIONALES DEL AJUSTE ESTRUCTURAL

### *Efectos en el modelo económico*

El sistema centro-periferia no parece haber sido alterado en términos absolutos, sino relativos. El peso económico del centro (Lima y las ciudades) se va trasladando del sector industrial al sector de servicios, con economías de escala y con rendimientos crecientes, que no dependen de sus propias exportaciones sino de las exportaciones de una periferia alejada y minera, lo que la sigue haciendo vulnerable a los *shocks* externos y a los cambios de políticas económicas.

En efecto, el centro se estaría fortaleciendo gracias al incremento de los sectores no transables, sin industrializarse más y autonomizándose de la periferia en diferentes grados. Es decir, se estaría yendo hacia un modelo primario-exportador y de servicios (PESER)<sup>7</sup>, que estaría reemplazando al anterior PESID.

Estos cambios todavía no tienen una tendencia definitiva, pero se deben principalmente a dos factores: 1) los precios relativos generados por el PAEN, especialmente el tipo de cambio y los salarios; y 2) las reformas económicas que han favorecido más al centro y a las regiones descentralizadas que al resto de regiones.

En cuanto a los precios relativos, éstos tienen un efecto ambiguo. Tienden a debilitar la industria porque ésta no ha podido reconvertirse (pese al abaratamiento relativo de bienes de capital y tecnología importados) debido a la velocidad con que se han abierto las importaciones. Además, fomentan el incremento de los sectores no transables urbanos (es decir, los servicios en el centro) y desfavorecen a los sectores transables de la periferia, sobre todo la agricultura y la agro-industria exportadora. A la minería, la desfavorece para exportar (debido al retraso cambiario) pero la beneficia para importar bienes de capital, tecnología y para expandir las inversiones.

Ahora bien, el atraso cambiario, los altos precios públicos, los bajos salarios y las altas tasas de interés no constituyen un incentivo para impulsar un modelo exportador no primario, ni una etapa de sustitución de importaciones, ni una nueva industrialización, ya que encarecen el cos-

to del dinero, promueven la importación de bienes competitivos a los bienes regionales y reducen la demanda de los trabajadores. Con estos precios relativos sólo pueden funcionar los sectores exportadores de alta renta diferencial (minería o pesquería) y sectores no transables como los servicios y la construcción. Es decir, aquellos sectores que sostienen el modelo PESER y el sistema centro-periferia.

Asimismo, el PAEN ha generado divisas baratas para el funcionamiento del centro, porque adicionalmente ha facilitado la entrada de capitales de corto y largo plazo. Otros efectos de las reformas que han beneficiado al centro son:

- Las privatizaciones de las distribuidoras eléctricas han creado monopolios privados regionales y la de Telefónica, un monopolio nacional; en ambos casos discriminatorios para los habitantes del centro (Lima y ciudades principales).
- La inversión privada en el centro se ha focalizado en los servicios y los sectores no transables, en desmedro de la industria; mientras que en la periferia se ha destinado a la minería y el petróleo, reforzando el tipo de periferia y los cuatro tipos de regiones en el país.
- El nuevo marco institucional para la inversión privada ha suprimido los tratamientos especiales para regiones de frontera, la Amazonía o los espacios mercantiles pobres, dejando sin incentivos compensatorios a la periferia, frente a las economías de escala y aglomeración del centro.

En resumen, el centro tendería a reducir relativamente su industria y a fortalecer el sector servicios, y la periferia tendría menores relaciones directas con el centro, debido nuevamente al fomento de las exportaciones mineras. Esto mantiene la asimetría de las relaciones centro-periferia, en el sentido que Lima depende de la periferia pero la periferia no depende de Lima.

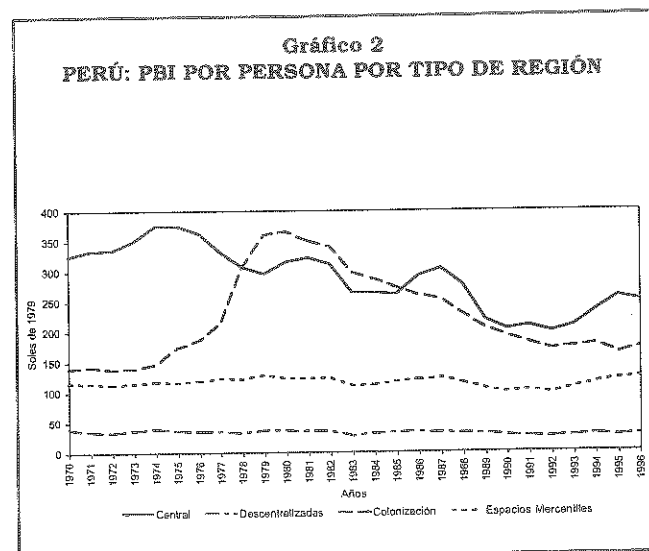
### *La centralización perversa*

En otros términos, se estaría dando un proceso de "centralización perversa", en la medida en que el centro está creciendo sin industrializarse y, como consecuencia, sin articular más a los sectores productivos de la periferia, los que tienen un crecimiento relativamente menor.

7. Gonzales de Olarte, Efraín, Neocentralismo y neoliberalismo en el Perú, Lima: Instituto de Estudios Peruanos, Consorcio de Investigación Económica, 2000.

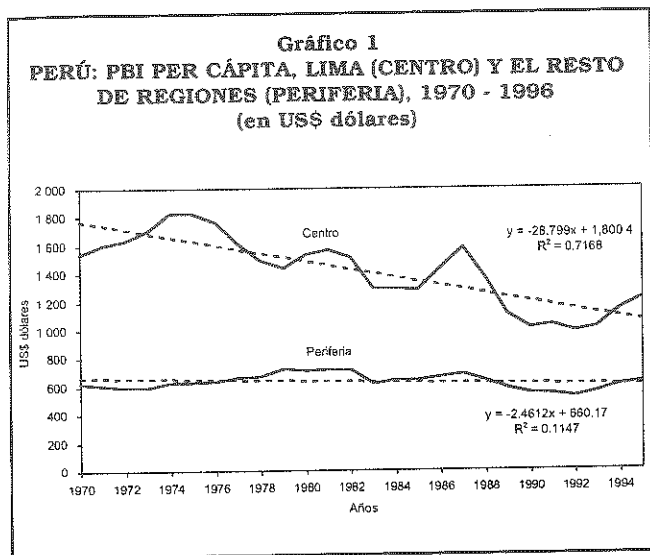


Hasta 1990 se estaba dando un proceso de convergencia del producto per cápita entre centro y periferia hacia unos niveles muy bajos. La tendencia hacia la convergencia cambia de signo a partir de ese año y se vuelve divergente entre 1991 y 1996 (ver el gráfico 1), con una tasa de crecimiento del centro de 7.1% y de la periferia de 5.5% (ver el cuadro 1).



nes de colonización han continuado su tendencia al declive, con tasas de crecimiento del PBI de 2.9% y cercanas al estancamiento del PBI per cápita. Esto muestra que los efectos del ajuste son menos uniformes cuanto más desagregamos espacialmente la economía, debido a las grandes disparidades regionales. Por ejemplo, la disparidad entre el PBI per cápita del centro (Lima) y la región más atrasada (Puno) es de 4.3 a 1, lo que grafica la aguda desigualdad regional en el país.

Todo esto se está traduciendo en un debilitamiento de las relaciones entre centro y periferia inmediata (agropecuaria); y en cierto fortalecimiento de la periferia alejada (exportadora) cuya producción minera es fuente indispensable de divisas para el centro, que insume más de lo que genera en dólares, sobre todo por el crecimiento de los servicios. Es decir, el sistema centro-periferia se sigue consolidando de una manera muy tradicional, con un sector minero que favorece al centro y no articula la periferia.



El centro se ha fortalecido relativamente; y si bien la periferia crece, lo estaría haciendo más lentamente que el centro y con ciclos menos pronunciados.

En efecto, al desagregar la periferia encontramos que el PAEN ha tenido un impacto variado según regiones. Las regiones descentralizadas y los espacios mercantiles han tenido un mayor crecimiento: 5.6% y 4.6%, respectivamente (ver el cuadro 1), conservando la brecha histórica entre ambos PBI (ver el gráfico 2). En cambio, las regio-

**Cuadro 1**  
**PERÚ: TASAS DE CRECIMIENTO DEL PBI POR REGIONES, 1970-1996**

Espacios	1970-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1996
Nacional	5.0	2.6	-0.2	-1.5	6.1
Centro	7.4	0.3	-0.9	-1.9	7.1
Periferia regional	2.8	4.9	0.4	-1.2	5.5
- Descentralizadas	2.9	2.7	1.1	-0.5	5.6
- Colonización	8.1	20.5	-2.0	-3.0	2.9
- Espacios mercantiles	0.0	1.2	-0.8	-3.1	4.6

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), *Cuentas macroeconómicas departamentales 1997*, Lima: INEI.



Hemos descrito sucintamente los principales efectos del ajuste estructural en su dimensión regional y sus resultados estimados en el sistema centro-periferia. A continuación exponemos los resultados generados por el PAEN en el empleo, los ingresos y el nuevo papel del Estado.

### **Cambios productivos: el crecimiento de los servicios**

El mayor cambio productivo ocasionado por el PAEN es el incremento del sector servicios en todas las regiones, incluidos los espacios mercantiles, y el relativo debilitamiento de la industria del centro y su incremento en la periferia. En las regiones descentralizadas se da un crecimiento en función de los servicios, la manufactura y la agricultura; en los espacios mercantiles, la agricultura se ha convertido en el mayor dinamizador y ha crecido en este período como nunca antes. En cambio, las regiones de colonización tienen un crecimiento muy lento y ningún sector impulsor en particular.

Estas observaciones abonan a favor de nuestra tesis que Perú está yendo a un modelo PESER, que está aumentando las disparidades regionales a favor de las regiones más modernas y capitalistas (descentralizadas) y en contra de las regiones más tradicionales (mercantiles y de colonización).

### **Impactos en el empleo**

La estructura del empleo en 1993 parecía responder a tendencias estructurales reforzadas por el PAEN. Así, se observa una terciarización de la fuerza laboral a costa de una 'desagrarización'; mientras que el empleo industrial decae en el centro y se dinamiza moderadamente en la periferia, incluso en los espacios mercantiles.

En efecto, la PEA en los sectores primarios se reduce en 8 puntos, que van a aumentar la PEA del sector terciario (ver cuadro 2). Además, la PEA del sector primario ha mostrado un crecimiento nulo entre 1981-1993, mientras que en el sector servicios creció a 3.3% al año y en el sector secundario (manufactura y construcción) subió en 2.3%.

En cuanto al empleo en Lima, el principal efecto del PAEN ha sido no incrementar el número de trabajadores adecuadamente empleados, agudizando en cambio el subempleo, que dio un salto del 100% en 1987-89 y no ha cesado de

**Cuadro 2**  
**PERÚ: PEA SEGÚN SECTOR ECONÓMICO Y**  
**CONDICIÓN DE ASALARIADA, 1981-1993**

Años	Población	Primario %	Secundario %	Terciario %	Asalariada %
1981	4,699,152	41.4	15.7	42.9	42.9
1993	5,913,509	33.0	16.4	50.6	44.1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), Censos Nacionales 1993, IX Población, IV Vivienda; Censos Nacionales 1981, VIII Población, III Vivienda.

crecer desde entonces. El creciente subempleo en Lima Metropolitana se debe a la terciarización, pues en los servicios se encuentran las actividades informales y el gobierno, que paga en promedio los sueldos más bajos.

### **Ingresos rezagados y centralizados**

Los ingresos familiares reales muestran un crecimiento bastante más lento que el crecimiento de la producción; es decir, el dinamismo productivo regional no se traduce en incrementos proporcionales de los ingresos. Los ingresos urbanos han crecido un poco más que los ingresos rurales, y la sierra rural continúa siendo el sector donde se sigue concentrando la pobreza, aunque la selva rural no está muy lejos.

Los ingresos en Lima, si bien siguen siendo más altos que en otras regiones, tampoco tienen una expansión acorde con el crecimiento productivo. La brecha entre producción e ingresos parece favorecer el mantenimiento de la desigualdad distributiva, que no parece haber cambiado en el nivel espacial, aunque sí hay cambios en los niveles de estratos de ingreso de cada región: parece haber una ligera mejora en Lima Metropolitana, un empeoramiento en la costa urbana y rural, y un estancamiento en la sierra rural.

### **Recentralización estatal**

Por su parte, el Estado ha reducido relativamente su gasto en las regiones y departamentos, y ha aumentado su capacidad de cobro de impuestos, lo que contribuye a una mayor centralización económica. Los ingresos totales del gobierno se han quintuplicado entre 1990 y 1996. En la región central se han cuadruplicado, en las regiones descentralizadas se han septuplicado, en los espacios mercantiles se han sextuplicado y en las regiones de colonización se han decuplicado.



La centralización fiscal se ha agudizado, pues el gobierno central cobra aún más impuestos en la periferia que antes. Sin embargo, los gobiernos locales han incrementado sus recursos fiscales en términos absolutos, pese al sesgo centralista de la política económica y del gobierno, debido a las transferencias del impuesto de compensación municipal por parte del gobierno central.

### **3. REFLEXIONES FINALES: NEOLIBERALISMO CENTRALIZADOR**

Pese a que en su esencia el neoliberalismo es descentralizador, pues aboga por la economía de mercado, que es descentralizada por definición, en el caso peruano se ha observado una clara tendencia a la centralización regional que se debe a factores económicos y políticos.

Por un lado, los cambios ocasionados por el PAEN no parecen estar llevando a un crecimiento uniforme ni convergente en las regiones, ni a mayor equidad, pese a la modernización económica lograda en varios aspectos. El ajuste estructural está cambiando la estructura de la producción de los distintos tipos de región, sin generar una mayor articulación e integración entre centro y periferia, entre los sectores y entre las distintas regiones. Los cambios ocasionados sólo están cambiando la estructura del centro y fortaleciendo sus tradicionales relaciones con la periferia minero-exportadora, por lo tanto, no se está afectando las bases económicas de la centralización económica y las desigualdades regionales de Perú.

Por otro lado, el centralismo estatal se ha reforzado sobre la base de una economía fiscal más sólida pero también más centralizada. Esto se debe principalmente al régimen político del actual gobierno y a la debilidad de los grupos de interés económico nacionales y, sobre todo, regionales de las regiones periféricas. La combinación de cen-

tralización económica y centralismo estatal se ha hecho funcional al tipo de gobierno que tiene Perú.

Adicionalmente, la inversión privada extranjera, que es un factor exógeno capaz de cambiar las relaciones centro-periferia, sólo ha contribuido a consolidar dicho sistema. En este sentido, las inversiones extranjeras en la minería de la periferia y la privatización de las telecomunicaciones en el centro, no han hecho otra cosa que consolidar el sistema.

Bajo estas circunstancias, las posibilidades de una descentralización económica y política son bastante remotas, pese a que hay potencialidades para hacerlo. Esta descentralización, tan demandada por las regiones del país, significaría generar tanto otros centros alternativos como procesos de redistribución hacia la periferia. Para ello existen dos caminos posibles. El primero es que la periferia urbana (ciudades secundarias) y rural se fortalezca económicamente, lo que significaría generar incentivos para que aparezcan algunos rendimientos de escala crecientes o la localización de capital físico en "centros periféricos". Ésta sería la vía privada de la descentralización. El segundo es la voluntad política de parte del gobernante para compensar y redistribuir recursos fiscales hacia las periferias, a través de las políticas públicas, con el propósito de crear o reforzar centros secundarios y de compensar a la periferia rural. Esta es la vía pública o estatal de la descentralización.

Obviamente, una combinación de ambas vías permitiría regular mejor el sistema centro-periferia a favor de un desarrollo regional menos desigual. Pero para ello se necesita una clara voluntad política del gobernante y un interés de parte del sector privado para invertir de manera descentralizada en sectores que creen centros regionales alternativos.



# LOS DOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN UNA ECONOMÍA DOLARIZADA

Oscar Dancourt  
Waldo Mendoza  
PUCP

Departamento de Economía

El objetivo del presente trabajo es estudiar los mecanismos de transmisión de la política monetaria en un contexto donde el sistema bancario está dolarizado, hay libre movilidad de capitales y el régimen del tipo de cambio es flexible.

En este marco institucional, la política monetaria opera a través del mercado de dólares y a través del sistema bancario, y su principal instrumento es la intervención en el mercado cambiario mediante la compra-venta de dólares. Con ello se puede regular la cantidad de dinero o fijar el tipo de cambio. Otros instrumentos de la política monetaria son los encajes obligatorios sobre los depósitos bancarios, la tasa de interés (o remuneración al encaje) que el Banco Central de Reserva (BCR) abona a los bancos comerciales y los activos financieros (antes depósitos, hoy valores emitidos por el propio BCR) que la autoridad monetaria puede ofrecer a los bancos comerciales.

Esta intervención en el mercado de dólares puede tomar dos formas: una política monetaria restrictiva (venta de dólares del Banco Central al público) y una política monetaria expansiva (compra de dólares por el Banco Central). En el primer caso -venta de dólares- se disminuye la cantidad de soles en el mercado, por lo que aumenta la tasa de interés en moneda nacional y se aprecia el tipo de cambio. En el segundo caso -compra de dólares-, el BCR inyecta soles al mercado, lo que produce un aumento de moneda nacional e induce una disminución de la tasa de interés en moneda doméstica y una depreciación del tipo de cambio.

La principal conclusión de este trabajo es que una política monetaria restrictiva (venta de dólares del Banco Central al público), al elevar la tasa de interés en moneda doméstica y simultáneamente apreciar el tipo de cambio, puede reducir la carga real de la deuda (los agentes tienen deudas en dólares e ingresos en soles). La reducción de la carga real de la deuda, por su efecto positivo en el gasto privado, puede reactivar la economía. Simétricamente, una política monetaria expansiva, que reduce la tasa de interés y eleva el tipo de cambio, puede originar recesión en la economía al elevar la carga real de la deuda.

## 1. CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria restrictiva produce dos efectos contrapuestos sobre la carga real de la deuda y sobre la demanda agregada. De un lado, el alza de la tasa de interés eleva la carga real de la deuda en soles y disminuye la demanda agregada. Del otro lado, la apreciación cambiaria reduce la carga real de la deuda en dólares y aumenta la demanda agregada; pero también hace caer el volumen de las exportaciones.

Para facilitar el análisis presentamos dos casos extremos: el de un país donde la dolarización del sistema financiero sería muy pequeña (caso "estándar") y otro donde existirían dos monedas (caso "dolarizado"). En el caso "estándar" asumimos que el efecto neto de la apreciación cambiaria sobre la demanda agregada es nulo, lo que implica que la reducción de las exportaciones es contrarrestada exactamente por el aumento del gasto privado. En este caso, la política monetaria restrictiva reduce la demanda agregada al elevar la tasa de interés en soles. Estrictamente, no puede afirmarse que la carga real de la deuda se incrementa en este caso; sin embargo, la recesión se produce de todas formas porque la disminución de las exportaciones es mayor que el aumento del gasto privado en bienes domésticos.

En el otro caso -el "dolarizado"- asumimos que el impacto de la tasa de interés en soles sobre la demanda agregada es nulo, al mismo tiempo que la devaluación es recesiva en términos netos. En este caso, la carga real de la deuda debe bajar necesariamente ante una política monetaria restrictiva debido a la apreciación cambiaria, para que, de esta manera, la expansión del gasto privado sea mayor que la contracción de las exportaciones.

En resumen, en el caso "estándar", la tasa de interés en soles sería el único canal a través del cual la política monetaria impactaría sobre la demanda agregada. Simétricamente, en el caso "dolarizado", el tipo de cambio sería el único canal a través del cual actuaría la política monetaria.



A continuación se examinan resumidamente los efectos de los distintos instrumentos de la política económica para ambos casos.

## **2. EFECTOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

### ***Venta de dólares (disminución de la base monetaria)***

Para que en el caso "estándar" la economía entre en recesión debido al alza en la tasa de interés, sólo se requiere que la demanda de dinero sea más sensible al tipo de cambio que la demanda de crédito.

En el caso "dolarizado", la disminución de la carga real de la deuda provocada por la apreciación cambiaria reactiva la economía. Este resultado requiere de dos condiciones: 1) que la demanda de dinero sea más sensible al tipo de cambio que la demanda de crédito (condición similar a la que garantiza la estabilidad en el caso "estándar"), y 2) que las demandas de activos (de dinero y crédito) sean más sensibles al movimiento del precio de los activos (tasa de interés y tipo de cambio) que la demanda de bienes. Estas dos mismas condiciones de estabilidad garantizan también que la política monetaria restrictiva aprecie el tipo de cambio y eleve la tasa de interés en soles.

A diferencia del caso "estándar", aquí la reactivación de la economía refuerza el exceso de demanda generado directamente en los mercados de dinero y crédito por la disminución de la cantidad de dinero.

### ***Intervención esterilizada***

El Banco Central le compra dólares al público y, simultáneamente, le vende pagarés al sistema bancario. La oferta de soles aumenta por la compra de dólares y se reduce por la venta de pagarés. Cuando la banca comercial le compra pagarés al BCR, la oferta de crédito en moneda nacional disminuye, lo que eleva la tasa de interés en soles. Este aumento de la tasa de interés en soles, al fortalecer la demanda de dinero, tiende a apreciar el tipo de cambio.

En el caso "estándar" (el alza de la tasa de interés recesa la economía), hay dos efectos contrapuestos sobre el tipo de cambio. El alza de la tasa de interés tiende a apreciar el tipo de cambio, pero la recesión disminuye la demanda de

dinero y, de esta manera, tiende a depreciarlo. También habrían efectos contrapuestos en la balanza comercial y en la demanda de crédito en dólares.

En cuanto al caso "dolarizado" (la apreciación cambiaria reactiva la economía), el exceso de demanda generado directamente por la intervención esterilizada en los mercados de dinero y crédito es fortalecido por la reactivación. Así, el tipo de cambio se aprecia y la tasa de interés sube. Adicionalmente tendríamos una entrada de capitales y una expansión de la oferta de crédito en moneda extranjera, pero también un deterioro de la balanza comercial.

### ***Imposición de un encaje a los capitales de corto plazo***

El encaje a los préstamos que los bancos locales toman en el exterior eleva la tasa de interés doméstica en dólares. Este encarecimiento de los créditos en dólares provoca una mayor demanda de créditos en moneda nacional, lo que tiende a elevar la tasa de interés en soles. Al mismo tiempo, el incremento de la tasa de interés en moneda extranjera torna más atractivos los depósitos en moneda extranjera (disminuye la demanda de depósitos en moneda nacional), lo que a su vez tiende a elevar el tipo de cambio.

Este aumento simultáneo de la tasa de interés en soles y del tipo de cambio es el rasgo distintivo de este ejercicio (recuérdese que en los dos instrumentos citados más arriba ambos indicadores se movían en direcciones opuestas). Esta peculiaridad implica que la carga real de la deuda sube de todas maneras.

A su vez, esto explica que la imposición de este encaje a los capitales foráneos de corto plazo tenga los mismos efectos en el caso "estándar" como en el "dolarizado". En ambos casos, se produce una recesión, salida de capitales y un alza del tipo de cambio y de las tasas de interés.

## **3. CONCLUSIÓN**

En nuestro análisis, la política monetaria actúa sobre el nivel de actividad y la balanza comercial a través de dos canales: el tipo de cambio y la tasa de interés en soles.

Si se utilizan operaciones de mercado abierto o intervenciones en el mercado cambiario, la política



monetaria altera la tasa de interés en soles y el tipo de cambio en direcciones contrarias. Por lo tanto, no podemos definir a priori cuál es el efecto de la política monetaria sobre la carga real de la deuda.

Si el canal de la tasa de interés es más potente que el canal del tipo de cambio, una política monetaria restrictiva que hace subir la tasa de

interés, también incrementará la carga real de la deuda; y viceversa. Sin embargo, ocurrirá exactamente lo opuesto si el canal del tipo de cambio es más potente; es decir, una política monetaria restrictiva que aprecia el tipo de cambio disminuirá la carga real de la deuda; y viceversa. Este último caso sería característico en una economía dolarizada.

## INTRODUCCIÓN

Durante los tres primeros trimestres de 1999, el PBI creció 2.3%, liderado por el crecimiento de las actividades primarias, principalmente como recuperación del Fenómeno El Niño. Las actividades no primarias se vieron golpeadas desde fines de 1998, pero observarían una recuperación, principalmente estadística, durante el cuarto trimestre de 1999.

Se espera que, durante 1999, el crecimiento del producto sea 2.7% o ligeramente superior, tomando en cuenta la corrección de las bases de años anteriores. El resultado oficial esperado para octubre (6% de expansión del producto) llevaría a considerar como posible tasa de crecimiento anual, el 3% anunciado por el presidente Fujimori en los últimos meses.

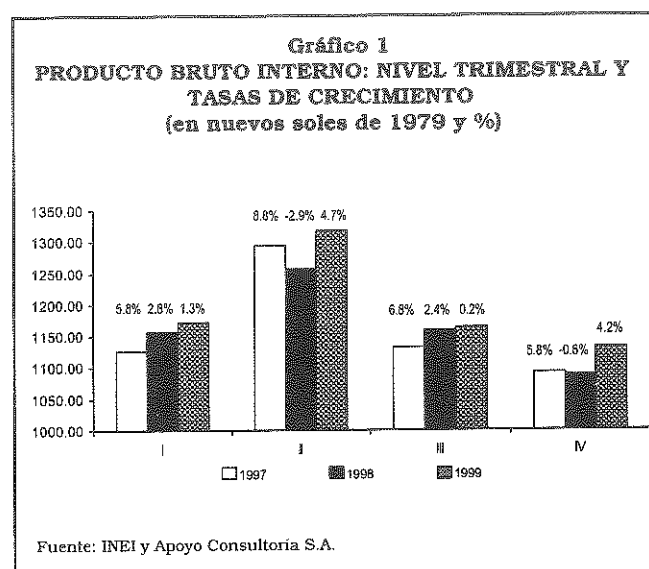
Sin embargo, este crecimiento anual se vería acompañado de una contracción de la demanda interna de 3.8%, básicamente por la caída de 13.8% de la inversión. Dentro de la evolución del gasto, resulta importante notar dos tendencias: la expansión del sector público con respecto al privado y la contracción de la brecha externa por la caída de las importaciones y cierta recuperación de las exportaciones.

La reducción de los ingresos tributarios por la caída de la demanda interna, la posible eliminación del IES (ahora puesta en duda) y el mayor pago de deuda programado para el año 2000 se reflejan en un presupuesto para el año 1998 deficitario, en una magnitud similar a la que se tendría para 1999, cuyo financiamiento es incierto. Una posible emisión de bonos del Tesoro no elimina la necesidad de un ajuste fiscal que, de postergarse, podría dificultar la recuperación de la economía, que debería empezar a consolidarse hacia el segundo semestre del próximo año.

## PRODUCTO

A lo largo del año, el patrón de crecimiento ha estado marcado por una reacción estadística con

respecto a los resultados de los períodos correspondientes en 1998. Si bien esto implica tasas de crecimiento trimestrales disímiles a lo largo del año (ver el gráfico 1), se ha visto una expansión relativamente más homogénea, en términos reales, con respecto a 1997: 4.1%, 1.7%, 2.6% y un estimado de 3.5%, respectivamente.



El crecimiento en la primera mitad del año estuvo centrado en las actividades primarias (ver el cuadro 1), las cuales se recuperaban de los efectos del Fenómeno El Niño comenzados a sentir en la producción desde finales de 1997, además de un crecimiento adicional en los sectores agropecuario y minero. En el primer caso, éste se debería a un aumento de la productividad, basado en parte en la intervención del Ministerio de Agricultura en las campañas del año anterior, el cual, sin embargo, ha llevado a excesos de oferta que han castigado los precios y ha 'puesto en jaque' a los productores. Cabe resaltar, en lo que respecta al subsector pecuario, la expansión de las colocaciones de pollos BB, que originó la salida de empresas del mercado por la caída de los precios. En el caso de la minería, el crecimiento se vio beneficiado por la puesta en marcha de proyectos auríferos (Antamina y Pierina) y por la expansión cuprífera de Cuajone,

1 El presente informe ha sido elaborado por Alvaro Quijandria para el taller de coyuntura económica del CIES, realizado el 9 de diciembre de 1999.



**Cuadro 1**  
**EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO**  
**INTERNO POR ACTIVIDAD**  
**(variación porcentual)**

	Total	Primario	No primario
<b>1998</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
I	2.7	-2.2	4.5
II	-2.9	-11.0	0.6
III	2.4	4.6	1.6
IV	-0.6	15.5	-5.5
<b>1999</b>	<b>2.7</b>	<b>11.4</b>	<b>-1.6</b>
I	1.3	19.3	-4.8
II	4.8	21.7	-1.7
III	0.4	8.6	-2.5
IV	4.2	5.4	3.8

Fuente: INEI y Apoyo Consultoría S.A.

Por su parte, los sectores no primarios, que habían continuado creciendo en los primeros tres trimestres de 1998, se vieron castigados por la crisis de liquidez internacional que comenzó a impactar al país hacia la última parte del año. Esto ha marcado su desarrollo en 1999: contrayéndose en los primeros tres trimestres, por la coincidencia de una contracción de la demanda interna con una base estadística alta el año anterior, y compensándose nuevamente en el cuarto trimestre por efecto estadístico (ver el cuadro 1).

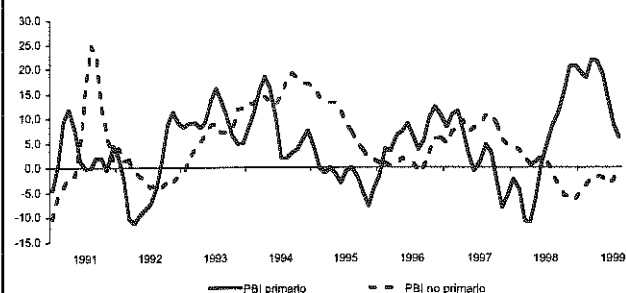
La importancia del componente estadístico en la recuperación del producto se hace más clara al observar los resultados del tercer trimestre. Éste sería el de peor desempeño en el año, mostrando un crecimiento de sólo 0.4% (0.2%, según el BCR), concentrado en las actividades primarias que se habrían expandido 8.6% aproximadamente (la tasa más baja de los tres primeros trimestres); mientras que las no primarias habrían continuado contrayéndose (2.5%). Si se observa el tercer trimestre de 1998, se verá la imagen reversa: una expansión alta (para el promedio del año) del producto global que puede descomponerse en el primer resultado positivo, aunque moderado, de las actividades primarias, junto con una expansión de las no primarias.

Asimismo, por este motivo estadístico, en el cuarto trimestre se espera un crecimiento sesgado a las actividades no primarias (tomando en cuenta su ponderación), al compararse contra una marcada contracción el año anterior; mientras que las primarias registrarían el menor crecimiento anual al compararse contra un fuerte cre-

cimiento un año antes, el que ya toma en cuenta la expansión minera y parte de la agropecuaria (es necesario añadir la actual contracción en la producción de hidrocarburos para explicar el bajo desempeño esperado de la minería). El crecimiento total sería el segundo más alto del año, en comparación con una ligera contracción en 1998.

El patrón de crecimiento a lo largo de la década sugiere que la actividad primaria ha tenido un adelanto de uno o dos trimestres sobre las no primarias (ver el gráfico 2). El vínculo entre ambas se daba a través del gasto y atravesaba el sector financiero. Este año, dicha relación parece haberse debilitado, en parte, por los problemas de rentabilidad que enfrentan algunas ramas primarias (pesca y algunos cultivos) y la retracción del flujo de crédito del sector financiero hacia dichos sectores. Además, el contexto de crisis de liquidez internacional, cuyos efectos se hicieron sentir en el país desde el tercer trimestre de 1998, ha contribuido a debilitar directamente al sector financiero.

**Gráfico 2**  
**EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO POR**  
**TIPO DE ACTIVIDAD: 1991-1999**  
**(variación % de promedios trimestres móviles con**  
**respecto del mismo periodo del año anterior)**



Fuente: INEI y Apoyo Consultoría S.A.

El resultado es un círculo vicioso, en el que la debilidad de la demanda interna (generada por la de los sectores primarios) y la contracción del crédito de consumo y productivo (por la debilidad de las empresas financieras) ocasionan dificultades para que las empresas endeudadas puedan cumplir con sus obligaciones financieras. Esto, a su vez, debilita aún más al sector financiero y origina una mayor percepción de riesgo con respecto al otorgamiento de créditos en general; lo cual afecta de manera negativa a las empresas productivas.

## Demanda interna

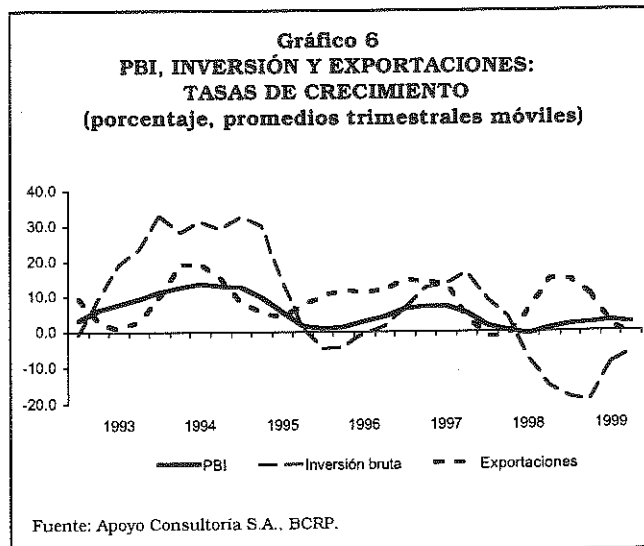
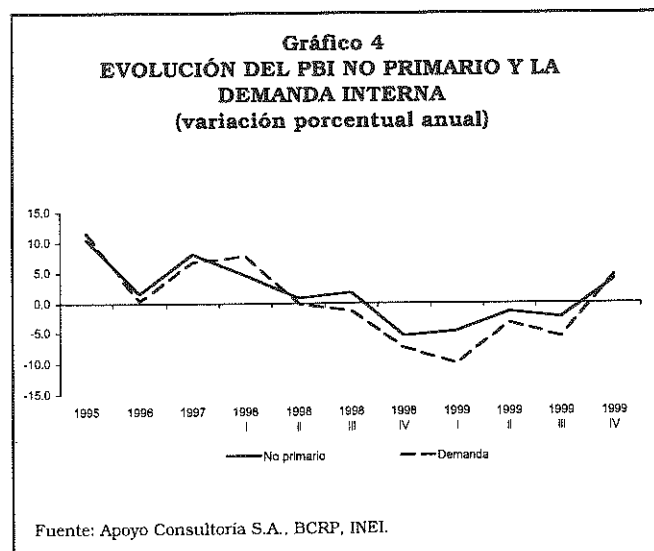
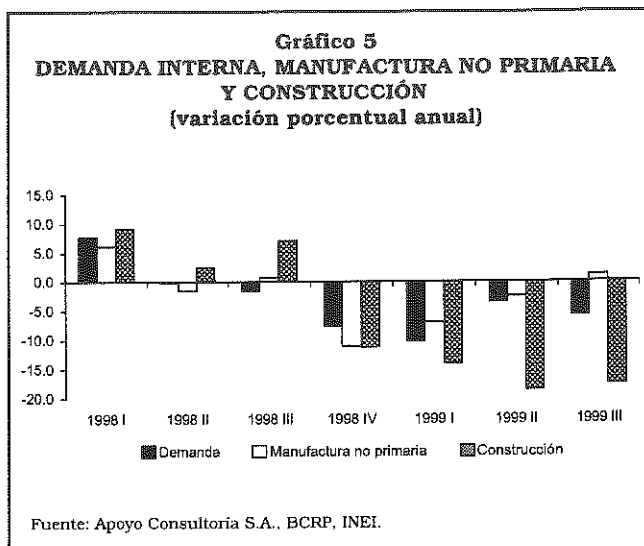
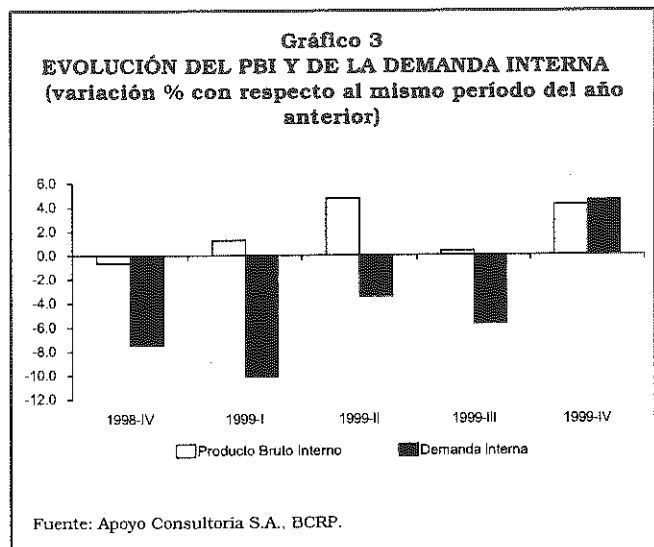
El efecto rebote del Fenómeno El Niño y la ruptura de la cadena de pagos explican la diferencia entre la evolución del PBI y de la demanda interna, que se contrae ligeramente desde el segundo trimestre de 1998 y con fuerza desde el cuarto (ver el gráfico 3). En parte, esto explicaría la recuperación prevista para el cuarto trimestre de 1999 y el primero de 2000; incluso así, no se alcanzarían los niveles reales de 1997 (ver el gráfico 4).

Dos de los sectores relacionados de manera más directa con el mercado interno, y que más han sufrido con el pobre desempeño de la demanda interna, son la manufactura no primaria y la construcción. Como se puede apreciar en el gráfico 5, dichos sectores se encuentran en crisis desde el segundo trimestre de 1998.

Revisando la evolución de la economía a lo largo de la década, se aprecia cómo el crecimiento ha estado liderado, alternativamente, por la demanda interna (en particular, la inversión) y por las exportaciones. De hecho, el crecimiento de la inversión ha destacado como motor de la expansión entre 1993 y 1995 (ver el gráfico 6). Sin embargo, desde 1996 (año de ajuste de las brechas fiscal y externa por los excesos de la campaña reelectoral de 1995) y, en especial, a partir de 1998, su tasa de expansión ha sido menor a la de las exportaciones, dejando campo a éstas dentro de la composición de la oferta global.

## SECTOR PÚBLICO

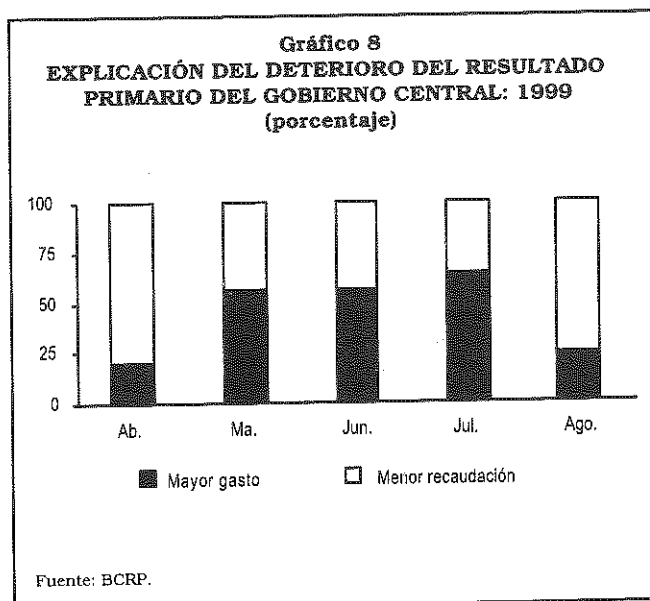
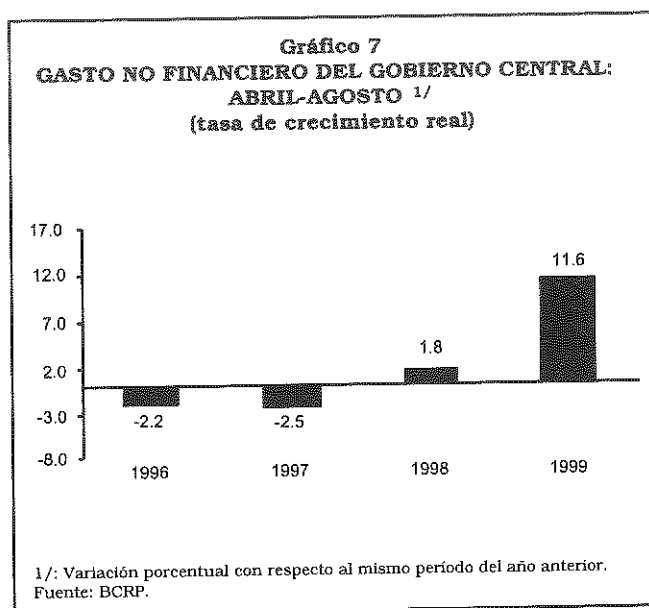
Durante los primeros meses del año, la mayor parte del deterioro fiscal, con respecto al





desempeño de 1998, estuvo explicado por la caída en la recaudación (10.8% en términos reales hasta mayo de este año), relacionada con la debilidad de la demanda interna. Sin embargo, a partir de abril y con mayor claridad desde mayo, el gasto público comenzó a crecer aceleradamente. De esta manera, el crecimiento del gasto entre abril y agosto de este año fue el más alto desde 1996 y explicó más de la mitad del deterioro fiscal registrado en los meses recientes (ver los gráficos 7 y 8).

Este año, el déficit del sector público se cubriría, principalmente, mediante financiamiento interno, del cual alrededor de US\$ 350 millones provendrían de privatizaciones realizadas durante el año (ver el cuadro 2).



**Cuadro 2**  
**FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT FISCAL: 1999**

Déficit fiscal (% PBI)	2.5
Déficit fiscal (US\$ millones)	1,450
Financiamiento (US\$ millones)	
Externo 1/	250
Interno	1,200
Privatizaciones 2/	350

1/: Neto de amortizaciones de la deuda externa.  
 2/: Acumulado a octubre: alrededor de US\$ 270 millones.  
 Fuente: Apoyo Consultoría S.A.

El panorama fiscal para el próximo año se presenta aún más complicado. De continuarse con la política de expansión del gasto fiscal, el déficit del sector público podría bordear el 2.6%, con el agravante de tener un financiamiento más incierto.

**BRECHAS MACROECONÓMICAS**

La contracción de la demanda interna junto con el crecimiento del producto y del gasto público han generado un cambio de tendencia de las brechas macroeconómicas. Así, si bien la variación del ahorro interno sólo muestra una ligera caída con respecto al PBI, éste esconde una contracción del ahorro público junto con una expansión del ahorro privado. El ajuste del ahorro privado, cabe recalcar, haría pensar que las expectativas con respecto a la evolución del ingreso son bastante negativas (ver el cuadro 3).

La inversión también se ha contraído con respecto al PBI, tanto por la restricción crediticia que atraviesa la economía como por la paralización del programa de concesiones y privatizaciones. Nuevamente, la contracción se ha concentrado en el sector privado.

Por su parte, la cuenta corriente muestra un déficit decreciente gracias a la caída del déficit en balanza comercial, producto, a su vez, de la disminución de las importaciones por la contracción de la demanda interna.

El resultado del sector público no financiero es particularmente malo, al punto que 1999 cerraría por primera vez desde 1995 con un déficit primario (ver el cuadro 4). Contra la tendencia usual, que concentra el gasto público hacia fines de año, esta vez, el cuarto trimestre experimentaría un ajuste fiscal.

**Cuadro 3**  
**BRECHAS MACROECONÓMICAS**  
(% del PBI)

	1998					1999		
	I	II	III	IV	Total	I	II	III
Ahorro privado	14.9	13.7	14.4	15.9	14.7	16.1	16.3	16.1
Inversión privada	23.9	21.5	19.9	15.8	20.3	19.2	17.8	15.0
Brecha privada	-9.0	-7.8	-5.5	0.1	-5.6	-3.1	-1.5	1.1
Ahorro público	5.0	4.8	4.1	0.4	3.6	3.4	2.0	0.5
Inversión pública	3.6	3.4	4.1	5.1	4.0	3.9	3.9	4.7
Brecha pública	1.4	1.4	0.0	-4.7	-0.4	-0.5	-1.9	-4.2
Brecha externa	-7.6	-6.4	-5.5	-4.6	-6.0	-3.6	-3.4	-3.1
Brecha comercial	-5.9	-4.7	-3.1	-1.9	-3.9	-1.1	-1.2	-0.6

Fuente: BCRP.

**Cuadro 4**  
**RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(porcentaje del PBI)

	1998					1999		
	I	II	III	IV	Total	I	II	III
Ahorro en cuenta corriente sin intereses	6.5	6.5	5.6	2.7	5.4	5.4	3.9	2.5
Gobierno central								
Ingresos corrientes	15.4	13.4	13.8	13.6	14.0	14.4	11.6	12.4
Gastos corrientes	12.2	10.3	11.9	15.0	12.2	13.3		13.4
Cuenta corriente	3.2	3.1	1.9	-1.4	1.8	1.1	0.3	-1.0
Ingresos de capital	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1
Gastos de capital	4.1	3.8	4.6	5.2	4.4	4.1	4.0	4.8
Cuenta de capital	-4.0	-3.7	-4.6	-5.0	-4.3	-4.0	-3.9	-4.9
Resultado primario	2.6	2.8	1.0	-2.3	1.1	1.4	0.0	-2.4
Resultado económico	1.0	1.1	-0.5	-4.6	-0.7	-0.6	-1.9	-4.3

Fuente: BCRP.

## TIPO DE CAMBIO

La evolución del tipo de cambio a lo largo del año ha seguido cuatro fases bien definidas. La primera, de depreciación acelerada por la crisis brasileña y los comentarios de los asesores Carlos Paredes y Jeffrey Sachs. La segunda, de relativa estabilidad, fue seguida de un nuevo incremento de la depreciación. Esta vez debido a una política monetaria menos restrictiva iniciada en la segunda mitad de julio, para finalmente desembocar en una relativa estabilidad con una tendencia depreciatoria (ver el gráfico 9).

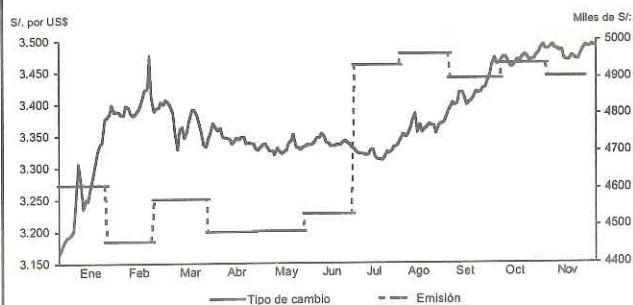
La evolución del tipo de cambio desde julio es consistente con el desempeño de las cuentas externas (por ejemplo, pérdida de RIN) y con la

política monetaria aplicada por el Banco Central, orientada a reducir las tasas de interés en moneda nacional para reactivar el crédito. Como se puede observar, el saldo promedio de la cuenta corriente en moneda nacional de los bancos en el BCR ha aumentado desde abril con respecto a su valor el mismo mes del año anterior (ver el gráfico 10).

Si bien julio es un mes estacionalmente alto en cuanto a emisión primaria (por una mayor demanda de soles por Fiestas Patrias), seguido usualmente de una corrección en agosto, este año, el crecimiento de la emisión fue mayor que durante julio de 1998 (8.9% en promedio contra 4.5%) y en agosto la corrección fue menor (0.6% contra 0.1% de emisión) (ver el cuadro 5).

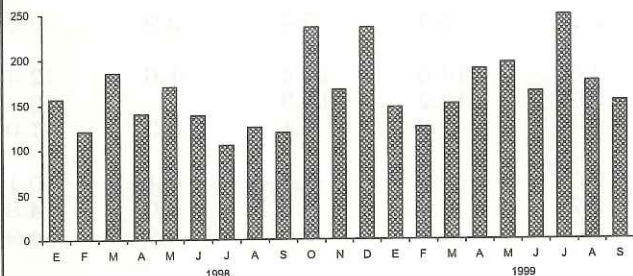


**Gráfico 9**  
**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO Y DE LA BASE MONETARIA, 1999**



Fuente: BCRP.

**Gráfico 10**  
**SALDO DE LOS BANCOS EN CUENTA CORRIENTE (en millones de soles corrientes)**



Fuente: BCRP.

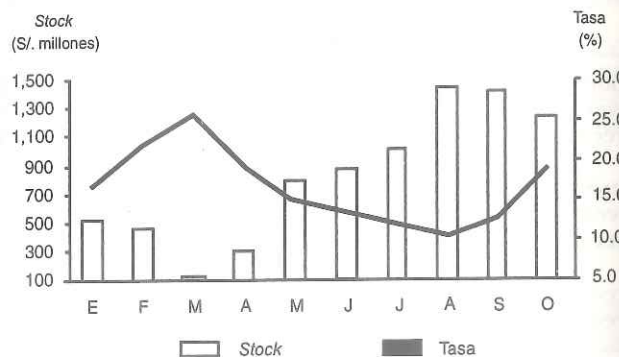
**Cuadro 5**  
**EMISIÓN PRIMARIA PROMEDIO (variación % con respecto al mes anterior)**

	1998	1999
Mayo	-0.3	0.1
Junio	-1.1	1.0
Julio	4.5	8.9
Agosto	0.1	0.6
Setiembre	-3.3	-1.3

Fuente: BCRP.

Esta mayor expansión se dio en un contexto en el cual existía evidencia de suficiencia de liquidez en moneda nacional (*stock* de certificados de depósitos (CDs), tasa de colocación de CDs, tasa de interés interbancaria en moneda nacional) (ver los gráficos 11 y 12).

**Gráfico 11**  
**CERTIFICADOS DE DEPÓSITO: STOCK Y TASA**



Fuente: BCRP.

**Gráfico 12**  
**TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA EN MONEDA NACIONAL (porcentaje)**



Fuente: BCRP.

La tendencia al alza del ritmo de devaluación del nuevo sol y las limitaciones que muestra la política monetaria para contribuir a amortiguar la recesión, han llevado al BCR a retomar un manejo monetario más estricto. Esto podría acentuarse si persisten elementos que generen nerviosismo y huida hacia el dólar.

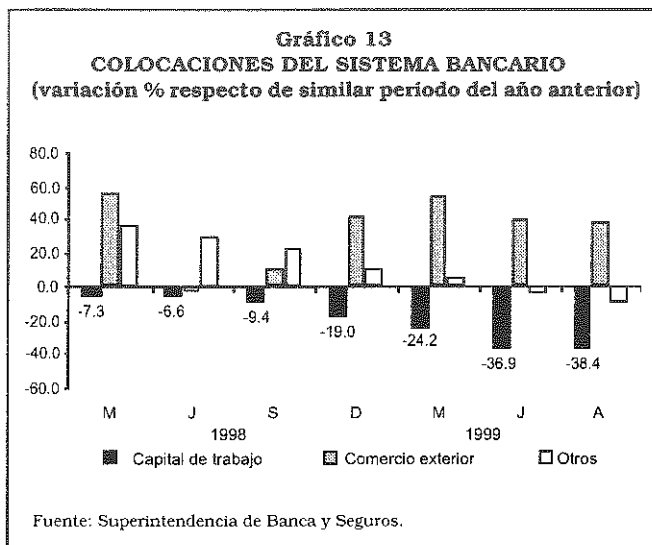
## SECTOR BANCARIO

Luego de más de un año de iniciada la crisis financiera internacional, todavía persisten sus efectos negativos sobre el sector corporativo peruano.

Los cambios en las condiciones macroeconómicas han modificado el perfil de riesgo de muchas empresas y han generado limitaciones signi-

ficativas para que puedan alcanzar las proyecciones de ingresos que sustentan sus operaciones de endeudamiento.

Las colocaciones del sistema bancario continúan disminuyendo, sobre todo para las líneas de financiamiento de capital de trabajo (ver el gráfico 13). Muchos bancos han adoptado políticas de crédito más conservadoras debido al elevado riesgo implícito en muchos de sus clientes, en el contexto de una demanda interna debilitada. Las dificultades de acceso a capital de trabajo impiden la recuperación de la cadena de pagos y limitan el impacto de las políticas macroeconómicas sobre la demanda interna.



Entre diciembre de 1998 y julio de 1999, el gobierno estableció diversas medidas de soporte para el sistema bancario: dos programas de canje de cartera atrasada por bonos del Tesoro; la posibilidad de que un fondo público se incorpore como accionista temporal de bancos; y un programa de adquisición por parte del Banco de la Nación de los activos de los bancos en los que el Estado tuviera una participación accionaria mayoritaria.

Además de estos programas específicos, se otorgaron mayores facultades a la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) para intervenir instituciones financieras y se modificó el esquema de manejo de los depósitos de las entidades del sector público.

En general, el proceso de reestructuración del sistema ha mostrado un avance importante. Diversas instituciones financieras se habrían acogido a los programas de canje de cartera pesada por

bonos del gobierno. Asimismo, algunos bancos se han fusionado (notoriamente, el Banco Wiese con el Sudameris) y se espera que este proceso continúe en los siguientes meses, sobre todo entre las instituciones más pequeñas.

Comentario aparte, sin embargo, merece el Banco Banex, que fue intervenido por la SBS el 29 de noviembre de 1999, luego de comprobarse que sus pérdidas acumuladas a setiembre de 1999 equivalían aproximadamente al 92% de su patrimonio efectivo. De acuerdo con la SBS, Banex también mostraba problemas de liquidez, créditos vinculados y registro inadecuado de ingresos. Además, había incumplido los aportes requeridos de capital.

Se debe resaltar que el deterioro de la institución fue gradual y no sorprendió al mercado, pues alguna de la información relacionada con el proceso ya era pública (por ejemplo, como se aprecia en el cuadro 6, el deterioro progresivo de las clasificaciones de riesgo del banco y sus instrumentos financieros). Además, su tamaño reducido ha limitado el posible impacto sobre el sistema. Según cifras del BCR, a fines de octubre, los depósitos mantenidos en el Banex ascendieron a US\$ 122 millones (0.8% del total del sistema), mientras que las colocaciones del banco en el sector privado alcanzaron US\$ 12.6 millones (0.5% del crédito total).

A lo sumo, la intervención y la anunciada liquidación del Banex podrían acentuar el proceso de *flight to quality* observado desde hace varios meses entre los depósitos del sector privado. En este contexto, el reto para los bancos más pequeños o percibidos como menos sólidos será consolidarse patrimonialmente y transmitir adecuadamente dicho mensaje al mercado.

Sobre este tema, es necesario indicar que si bien los indicadores globales no muestran problemas de liquidez en el sistema bancario en su conjunto, algunos bancos pequeños sí estarían enfrentando problemas en sus fuentes de financiamiento (principalmente internas). Entre octubre de 1998 y octubre de 1999, se registró un retiro de depósitos de algunos bancos hacia los más grandes y aquellos percibidos como los más seguros del sistema (*flight to quality*) (ver el cuadro 7).

Asimismo, se ha observado un aumento de la concentración de los depósitos del sector público en la mayor parte de las instituciones que registraron una reducción de depósitos entre octubre de 1998 y octubre de 1999 (ver el cuadro 8).



**Cuadro 6**  
**EVOLUCIÓN DE LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE BANEX**  
**Y SUS INSTRUMENTOS FINANCIEROS**

Instrumento	Fecha de emisión	Calificaciones de riesgo a				
		May.96	Mar.98	Sep.98	Dic.98	Jun.99
<b>Apoyo &amp; Asociados Internacionales</b>						
BAF (1ra. emisión)	May.96	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+
Subordinados (1ra. emisión)	May.96	BB+	BB+	BB+	BB	BB-
BAF (3ra. emisión)	Mar.98	-	BBB	BBB	BBB-	BB+
Depósitos a plazo (menos de 1 año)	Sep.98	-	-	CP3	CP3	CP3
Banco	Dic.98	-	-	-	C	C-

Fuente: Apoyo & Asociados Internacionales S.A.

**Cuadro 7**  
**DEPÓSITOS TOTALES EN ALGUNOS BANCOS DEL SISTEMA**  
**(En US\$ millones)**

	Oct. 98	Oct. 99	Var.	Var %
<b>Más depósitos</b>				
Nuevo Mundo	381	581	200	52.5
Santander	391	544	153	39.1
Wiese - Sudameris	2,819	2,926	107	3.8
Crédito	3,887	3,993	106	2.7
Citibank	278	384	106	38.1
De Comercio	142	225	83	58.5
Interbank	940	1,021	81	8.6
Continental	2,093	2,164	71	3.4
Interamericano	104	171	67	64.4
Bank of Boston	9	71	62	688.9
Financiero	196	256	60	30.6
Standard&Chartered	90	117	27	30.0
Del Progreso	198	206	8	4.0
Mibanco	3	9	6	200.0
<b>Sub total</b>	<b>11,531</b>	<b>12,668</b>	<b>1,137</b>	<b>9.9</b>
<b>Menos depósitos</b>				
Latino	545	261	-284	-52.1
Orión	134	68	-66	-49.3
Banex	164	122	-42	-25.6
Bancosur	640	610	-30	-4.7
Norbank	202	181	-21	-10.4
Serbanco	42	25	-17	-40.5
Del Trabajo	93	84	-9	-9.7
Sudamericano	331	329	-2	-0.6
<b>Sub total</b>	<b>2,151</b>	<b>1,680</b>	<b>-471</b>	<b>-21.9</b>
<b>Total sistema</b>	<b>13,682</b>	<b>14,348</b>	<b>666</b>	<b>4.9</b>

Fuente: BCRP.

**Cuadro 8**  
**CONCENTRACIÓN DE LOS DEPÓSITOS DEL**  
**SECTOR PÚBLICO EN EL TOTAL**  
**(en US\$ millones)**

	Oct. 98	Oct. 99	Var.
Orión	37.6	60.3	22.7
Banex	30.0	51.8	21.8
Norbank	18.6	35.8	17.2
Del Trabajo	20.0	33.1	13.1
Del Progreso	39.9	51.4	11.5
Sudamericano	34.9	28.8	-6.1
Latino	24.9	3.8	-21.1
Mibanco	100.0	43.8	-56.2
Sub total	29.3	32.7	3.4
Total sistema	19.0	19.6	0.6

Fuente: BCRP.

Sin embargo, algunos bancos que incrementaron sus fuentes internas de financiamiento en este periodo también aumentaron la participación relativa de los depósitos del sector público en el total: Banco del Progreso (40% a 52%), Banco Interamericano (de 8% a 41%), Banco de Comercio (11% a 31%), Banco del Nuevo Mundo (24% a 56%).

El proceso de *flight to quality* estaría generando incentivos entre las instituciones financieras más pequeñas para buscar alternativas de reorganización que permitan fortalecer su situación patrimonial. Actualmente, los bancos Wiese-Sudameris y Orión han firmado un acuerdo para constituir un fideicomiso con los activos de este último, con la opción de compra de los mismos por parte del banco Wiese-Sudameris. Por su parte, Norbank y el banco Del Progreso se encuentran en negociaciones para continuar con el proceso de fusión entre ambas instituciones. Asimismo, el banco Standard & Chartered llegó a un acuerdo con su casa matriz, mediante el cual esta última adquirió US\$ 12 millones de la cartera de créditos (principalmente vencida) del primero. Por último, el Interbank habría manifestado su intención de acogerse al programa de intercambio de cartera por bonos del Tesoro.

Estos procesos de reorganización se suman a los 4 procesos de fusiones (Wiese y Lima-Sudameris, Santander y Bancosur, Nuevo Mundo y Del País, Norbank y Solventa) y reorganizaciones (Cofide-Latino, liquidación del banco República) que se iniciaron en noviembre de 1998.

Dada la coyuntura por la que atraviesa el sistema financiero, es posible que el proceso de con-

solidación continúe a través de otros procesos de fusiones y adquisiciones o salidas ordenadas de instituciones que no logren acuerdos de reorganización. Asimismo, resulta poco probable que este proceso de consolidación genere una crisis de confianza en el sistema.

## REESTRUCTURACIÓN EMPRESARIAL

El problema de fondo por el que atraviesa actualmente el sector empresarial peruano es que el cambio en las condiciones macroeconómicas generó una modificación de los perfiles de riesgo de muchas empresas que ha dificultado su acceso al crédito, especialmente para capital de trabajo. Ello ha originado la necesidad de establecer un proceso de reestructuración financiera. Hasta el momento, se ha logrado un avance importante en las medidas orientadas a evitar una crisis generalizada en el sistema financiero. Con respecto de la reestructuración financiera de empresas, ésta se encuentra en una etapa inicial y si bien el gobierno ha promulgado en los últimos meses una serie de medidas, éstas han constituido esfuerzos desarticulados y dispersos cuyos resultados han sido parciales.

Hasta fines de noviembre, las principales medidas establecidas por el gobierno para enfrentar la crisis del sector empresarial han sido cinco:

- **Programa de Saneamiento Empresarial (PSE) de Cofide**

Hasta octubre de este año se habían colocado cerca de US\$ 300 millones correspondientes a los tramos I y II (de un total de US\$ 400 millones disponibles) de las líneas de financiamiento de capital de trabajo. Además, se encontraban en proceso de colocación entre US\$ 80 y US\$ 100 millones. En el caso del tramo III para conversión de deudas de dólares a soles, se colocaron S/. 50 millones y otros S/. 20 millones se encontraban en proceso de colocación. El 8 de noviembre, Cofide colocaría su segunda emisión de bonos VAC por un monto máximo de S/. 60 millones, a un plazo de ocho años.

- **Régimen de fraccionamiento de aportes pendientes a las AFP (REPRO-AFP)**

Se han acogido 8,400 empresas privadas, con una deuda conjunta de aproximadamente S/. 150 millones, y se estima que la deuda total pendiente con las AFP bordea los S/. 250 mi-



llones. Con relación al programa de reestructuración implementado hace algunos años, el actual muestra un éxito mayor, lo cual sería consecuencia de que, a diferencia del esquema anterior, las empresas que se acojan al programa actual no requieren de garantías.

- **Modificación de los criterios para el cálculo de provisiones de las operaciones de créditos reestructuradas**

Estos cambios permiten que en una operación de reestructuración, cada banco evalúe si se reclasifica o no la deuda. Lo que se ha observado es que los bancos han tratado de no modificar estas clasificaciones con el fin de no incrementar sus costos a través de mayores provisiones, aun cuando algunas instituciones indican que para su manejo de riesgos comienzan a separar internamente dichas colocaciones.

- **Modificaciones a la Ley de Reestructuración Empresarial (D.L. 845)**

Los cambios han agilizado los procesos de reestructuración a través de la modificación de algunos aspectos de los regímenes de insolvencia, concurso preventivo y el procedimiento simplificado. El resultado de estos cambios ha sido el aumento del número de procesos de reestructuración, que alcanzaría 920 a fines de este año, luego de los 708 casos registrados en 1998. Es importante mencionar que, a diferencia de años anteriores, los casos que se presentan actualmente son más complejos, debido a los mayores montos de sus deudas y la mayor cantidad de créditos por tramitar.

- **Posibilidad de que los bancos capitalicen deudas en empresas que no listan sus acciones en la BVL**

Si bien los bancos pueden ahora capitalizar deudas de empresas que no listan en la BVL, éstas deben necesariamente encontrarse en procesos de reestructuración en el Indecopi. Para realizar una operación de este tipo, los bancos deben evaluar la viabilidad económica y financiera de la empresa, además de analizar el impacto que una operación de este tipo podría tener en el cumplimiento de los límites de créditos e inversiones establecidos por la SBS. Hasta el momento, no se ha registrado ninguna operación de capitalización de deudas.

Los resultados parciales registrados hasta el momento serían consecuencia de los siguientes factores:

- La percepción entre los usuarios del PSE es que el costo final del crédito es relativamente elevado. Otra limitación señalada es la focalización en los créditos calificados como normales o con problemas potenciales.
- Una serie de factores estarían limitando los beneficios de los cambios realizados a la Ley de Reestructuración Empresarial. En primer lugar, existe una restricción de recursos en la sede central del Indecopi que impide una administración más rápida y eficaz de los procesos de insolvencia. La carga administrativa se ha incrementado, fundamentalmente por la necesidad de reconocer una cantidad mayor de créditos, especialmente laborales. En segundo lugar, existiría cierto desconocimiento por parte de las empresas respecto de las características de los procesos de reestructuración. En tercer lugar, se estarían distraendo recursos debido al uso, en algunos casos, de los procesos de reestructuración como mecanismo de presión para cobrar deudas. En cuarto lugar, el Estado cuenta con una participación privilegiada en los procesos de reestructuración en cuanto a los plazos, tasa de interés y la imposibilidad de condonar sus deudas.
- La posibilidad para los bancos de capitalizar deudas presenta también ciertas limitaciones. En primer término, se presenta el problema de valorizar adecuadamente las acciones de aquellas empresas que no cotizan en la BVL. Asimismo, el plazo de tres años establecido para la capitalización, podría no ser suficiente para recuperar el valor de la empresa en la cual un banco capitalizó sus acreencias. Por otro lado, existen desincentivos tributarios, ya que las pérdidas generadas en créditos mal otorgados son deducibles del impuesto a la renta, mientras que aquellas originadas en la disminución del valor de las inversiones no lo son.

Además de los problemas relacionados con el diseño de los programas, un factor central que ha limitado sus resultados se relaciona con la capacidad de seguimiento y gestión de los mismos. La experiencia internacional indica que para garantizar el éxito de los programas de reestructuración de empresas es necesario que el gobierno tenga la capacidad adecuada para administrarlos. Resulta especialmente importante el seguimiento del impacto de las medidas, así como el

diseño e implementación de los ajustes que sean necesarios en el momento oportuno.

Lo anterior ha llevado a algunos países asiáticos a crear entidades o grupos especializados en la coordinación y seguimiento de los temas relacionados con la reestructuración de sus sectores empresariales. Hasta el momento, el MEF ha estado relativamente ausente en su papel de coordinador en estos temas.

Además, la experiencia de dichos países muestra que las medidas adoptadas para reestructurar sus sectores corporativos generan costos fiscales que, en algunos casos, pueden ser considerables.

El ministro de Industria, Juan Carlos Hurtado Miller, anunció que el nuevo programa de reestructuración seguiría los siguientes criterios:

- El énfasis de las medidas estará sobre el sector productivo.
- No serán priorizados sectores económicos específicos.
- Los acreedores privados calificarán la viabilidad de los deudores.

El ministro recalcó también la necesidad de que disminuyan las tasas de interés activas para que el nuevo programa de reestructuración tenga los resultados esperados. Según lo señalado, la idea es buscar una disminución del costo del crédito a través del uso de mecanismos de mercado. Si bien no especificó dichos mecanismos, mencionó la posibilidad de evaluar cambios en el esquema vigente de provisiones bancarias; aumento en la remuneración del encaje (tema que corresponde al BCR) y una eventual modificación de los mecanismos de subasta de los fondos públicos. Por su parte, el ministro de Pesquería, César Luna Victoria, indicó que el gobierno habría decidido también no utilizar fondos públicos para avalar operaciones crediticias.

El papel que tendría el Estado en el programa, según indicó el ministro Hurtado Miller, está aún por definirse, en la medida en que es necesario evaluar el costo fiscal que podrían tener las medidas, dado el contexto de restricción de caja ante el deterioro de las cuentas fiscales y las elecciones del próximo año. Las iniciativas adicionales que se plantearían podrían estar orientadas a generar, por alguna vía, acceso a capital de trabajo para empresas que tienen hoy acceso restringido.

Un factor importante en la evaluación de costos que el gobierno tendría que considerar son las

contingencias que podrían derivarse de la aplicación de medidas potenciales. Si bien se habría decidido no garantizar operaciones de crédito, los incentivos perversos para los bancos -generados por las modificaciones del reglamento de provisiones- podrían ocultar la real magnitud de los problemas de morosidad de cartera. Asimismo, el hecho que el gobierno incurra en los costos asociados con la reestructuración, podría incrementar la percepción de riesgo de los inversionistas extranjeros y limitar en alguna medida el flujo de capitales hacia el país.

La nueva ley de emergencia, publicada el 1 de diciembre, busca ampliar el acceso al programa de reestructuración y acelerar el "procedimiento rápido" administrado por el Indecopi. Asimismo, se buscaría facilitar el aporte de capital fresco por parte de los propietarios. Sin embargo, los problemas de fondo del programa persistirían, por lo que no se espera que el número de empresas acogidas aumente de manera drástica. Asimismo, el 3 de diciembre, la SBS modificó aspectos relacionados con la capitalización de acreencias por parte de los bancos.

## PERSPECTIVAS PARA EL AÑO 2000

### *Déficit fiscal*

Según la versión revisada del proyecto de la Ley de Presupuesto para el año 2000, el déficit económico del sector público no financiero (SPNF) alcanzaría S/. 4,409 millones o 2.1% del PBI. El proyecto de Presupuesto considera la eliminación del impuesto extraordinario de solidaridad (IES, ex Fonavi) a partir del primero de enero de 2000, cuya recaudación para el año se estimaba en S/. 1,400 millones (ver el cuadro 9).

De acuerdo con esto, los ingresos corrientes nominales se recuperarían casi 10.0% (alrededor de 4.5% en términos reales) con respecto a los proyectados en 1999, gracias a un crecimiento del PBI de 5.0% (estimado oficial del BCR), impulsado por la recuperación de la demanda interna (5.4%, oficialmente).

Por su parte, los gastos corrientes estarían creciendo 5.5% en términos nominales (constantes en términos reales) sobre el presupuesto efectivamente realizado durante 1999, según proyecciones de Apoyo Consultoría.

Debe tenerse en cuenta, además, que los presupuestos públicos tienden a sobreestimar ingre-



**Cuadro 9**  
**PRESUPUESTO DEL SECTOR PÚBLICO NO**  
**FINANCIERO EN EL AÑO 2000,**  
**ELIMINANDO EL IES**  
**(millones de S/.)**

	Millones de S/.
Ingresos totales	27,140
Ingresos corrientes	23,500
Otros ingresos	3,640
Gastos no financieros	27,648
Corrientes	21,509
De capital	6,140
<b>Resultado primario del resto del SPNF</b>	<b>-508</b>
Como % del PBI	-0.2
Intereses del SPNF	3,901
<b>Resultado económico del SPNF</b>	<b>-4,409</b>
Como % del PBI	-2.1
<b>Financiamiento presupuestado</b>	<b>4,409</b>
Privatización y concesiones (nuevos procesos y uso de reservas por operaciones de periodos anteriores)	3,122
Externo	600
Interno	
Con Banco de la Nación	-313
Por financiar	<b>1,000</b>

Fuente: *Proyecto de Ley de Presupuesto del Sector Público*, segunda versión.

sos y subestimar gastos. Por ejemplo, si bien el aumento de 4.5% real en los ingresos corrientes parece razonable ante el crecimiento de la demanda interna y del PBI proyectados, al tomarse en cuenta la eliminación del IES, los ingresos corrientes reales por demás conceptos deberían aumentar 10.0%.

El proyecto de presupuesto incluye una reducción de los gastos corrientes de S/. 390 millones con respecto a su versión original, anterior a la eliminación del IES. Fuentes oficiales han adelantado que esto se haría por medio de la disminución de 15% de las remuneraciones mayores a S/. 8,000 de los funcionarios públicos, y un recorte de los presupuestos para comunicaciones (telefonía celular) y laboratorios de informática.

Si bien no se dispone de información precisa sobre las escalas remunerativas del sector público, es razonable suponer que el ahorro que se daría por concepto de la reducción de sueldos se ubica en un rango de S/. 30 a S/. 40 millones, apenas 10% del ahorro necesario.

Además, el proyecto del Presupuesto incluye un servicio de deuda externa de US\$ 1,500 millones, mientras que el cronograma de servicio de la misma indicaría que éste sería alrededor de US\$ 1,650 millones en el año 2000.

Sin embargo, incluso de darse todos los supuestos del presupuesto de 2000, el resultado es un déficit que debería ser financiado con endeudamiento externo, emisión de bonos del Tesoro en el mercado interno (endeudamiento interno), ingreso por privatizaciones y concesiones, y/o uso de reservas.

Así, el proyecto de la Ley de Presupuesto estima un uso de recursos provenientes de privatizaciones y concesiones para el año 2000 de US\$ 867 millones (S/. 3,122 millones). Dados los desalentadores resultados de las privatizaciones y concesiones en 1998 y 1999, se puede esperar que la mayor parte de éstos provenga de las reservas internacionales, acumuladas por operaciones realizadas en años anteriores.

De manera alternativa, la privatización de la Central Hidroeléctrica del Mantaro (según han señalado fuentes oficiales que, si bien se ha postergado, no ha sido excluida del proceso) podría servir para cubrir esta brecha, reduciendo el uso de reservas. Sin embargo, esta opción parece poco factible dado el actual momento político.

El financiamiento del déficit también considera endeudamiento interno nuevo por S/. 36 millones con el Banco de la Nación (el total neto sería negativo: S/. 313 millones por la amortización de la deuda) y externo por S/. 2,747 millones (para un total neto de S/. 600 millones al tomar en cuenta la amortización).

Sin embargo, estos mecanismos arrojan un déficit no financiado de S/. 1,000 millones que deberá cerrarse con menores gastos, mayores impuestos y/o emisión de deuda interna.

El financiamiento por deuda interna podría implicar una serie de problemas. La reacción del sistema financiero al retiro de recursos para la compra de la deuda pública determinaría finalmente cuáles de éstos podrían presentarse. Así tenemos que el financiamiento del déficit con emisión de deuda interna implica que el Estado compite con el sector privado por la obtención de recursos financieros. Si los fondos disponibles no aumentan lo suficiente para cubrir la mayor demanda, las tasas de interés pueden tender a subir en el corto plazo, desplazando la inversión

privada y el consumo financiado con préstamos, además de aumentar los costos financieros de empresas y hogares.

En un contexto de exceso de liquidez en moneda nacional como el actual, es posible que el efecto de corto plazo sobre las tasas sea pequeño, pues el retiro de fondos de las AFPs (los inversionistas con mayores posibilidades de interesarse por estos activos) del sistema financiero podría ser cubierto con los recursos sin utilizar de los que dispone el resto del sistema.

Por otro lado, si el Estado se convierte en un demandante continuo de recursos financieros, llevaría a un aumento de las tasas de interés con efectos negativos sobre el gasto privado. La demanda de financiamiento del Estado en el mercado de bonos en el año 2000 (unos US\$ 300 millones) es aproximadamente igual al total de los depósitos de las AFPs en soles en 1999 y más del 50% de las emisiones de bonos privados en los últimos doce meses (algo más de US\$ 500 millones).

Un riesgo adicional de financiar un déficit público por medio de emisión de deuda es la dificultad de eliminarlo en el futuro. Si los gastos no son ajustados, la necesidad posterior de cancelar el principal de los bonos, además de pagar los respectivos intereses, puede crear un desequilibrio fiscal potencialmente mayor.

Además, al vencerse la deuda, se hace necesario desviar parte del gasto a su pago. Si los ingresos no han aumentado lo suficiente por encima de los demás gastos o éstos no han sido ajustados, las únicas alternativas son un re-endeudamiento o un ajuste fiscal abrupto. Asimismo, se genera un flujo de gastos financieros que debe ser cubierto con los recursos fiscales disponibles. Como consecuencia, habría desconfianza con respecto a la capacidad del Estado para cumplir con sus compromisos, lo cual elevaría las tasas de

interés de largo plazo, afectando la inversión y el consumo privados; y aumentaría el riesgo país y, por ello, el costo de adquirir capital fresco de fuera.

El margen para aumentar impuestos el próximo año es limitado, no sólo por ser un año electoral y por la resistencia de los gremios empresariales, sino por el poco tiempo restante en 1999 para legislar en materia tributaria para el año 2000. La combinación de motivos políticos y de consideraciones económicas de eficiencia haría que un aumento del impuesto extraordinario a los activos netos y del ISC sea lo más factible (el 27 de septiembre se han publicado en el diario oficial las nuevas tasas de ISC a los combustibles, con un aumento mayor a 9.0% para la gasolina).

Un escenario riesgoso para la economía sería un descontrol pre-electoral del gasto, seguido de un ajuste fiscal en el segundo semestre de 2000. Si los supuestos concernientes al inicio de la recuperación a partir de dicho periodo son ciertos, una política contractiva simultánea podría frenar la recuperación del sector privado.

Por todo esto, luego de las negociaciones con el FMI, fuentes oficiales han dejado entrever que no se eliminaría el IES o que se reemplazaría por un nuevo impuesto de similar recaudación.

### ***PBI y demanda***

En términos de actividad económica, lo más probable es que 2000 sea un año de recuperación débil y lenta. Si bien se observarán tasas de crecimiento positivas desde el primer trimestre del año, lo más probable es que la recuperación recién comience a sentirse efectivamente hacia la segunda mitad del año. Suponiendo condiciones externas neutras, el PBI podría crecer una tasa cercana al 4% y la demanda interna algo más.



En 1999, el producto bruto interno creció en 3.8% con respecto al año anterior, indicando cierta recuperación frente al estancamiento productivo de 1998. Pero dicha tasa estuvo por debajo del crecimiento promedio de los años noventa, que fue de 4.5% anual<sup>1</sup>. Esta recuperación se deriva básicamente del sector primario exportador (agrícola, pesquero y minero) y, en menor medida, de la manufactura. En los sectores construcción y comercio aún se registra una depresión productiva, de -12.3% y -0.5%, respectivamente, a pesar de su recuperación en el último mes del año. Contrariamente, se acentuó la depresión de la demanda interna, sobre todo en la inversión privada, puesto que el consumo y la inversión pública continuaron creciendo.

Este diferencial de crecimiento en el producto y la demanda se expresó en un mayor crecimiento de las exportaciones y en una disminución de las importaciones. Consecuentemente, el déficit de la balanza comercial se redujo de US\$ 2,185 millones en los tres primeros trimestres de 1998 a US\$ 418 millones para similar período de 1999. En el campo fiscal, el balance fue negativo, el resultado primario del sector público no financiero fue deficitario después de cuatro años consecutivos de superávit primario. Para este año se espera un déficit fiscal del 2.5% del PBI, como consecuencia de la expansión del gasto público y la menor recaudación tributaria. El déficit fiscal<sup>2</sup> más la caída en la entrada neta de capitales han contribuido en mayor medida para la pérdida de US\$ 779 millones en las reservas internacionales netas, cuyo nivel se ubicó en US\$ 8,404 millones al 31 de diciembre de 1999.

En el campo laboral, las condiciones de trabajo se deterioraron, el empleo se redujo en 3.8%<sup>3</sup> y

la remuneración mínima real cayó en 3.4%<sup>4</sup> con respecto al año anterior. El resultado más alentador de 1999 fue la tasa de inflación que descendió a 3.7%, la segunda tasa más baja en los últimos sesenta años<sup>5</sup>. El tipo de cambio nominal se depreció en 11.05% y el tipo de cambio real en 7%, lo que en cierto modo habría contribuido también al crecimiento de las exportaciones.

El debate en el presente Taller de Coyuntura del Consorcio se realizó en ese contexto de recuperación productiva y baja inflación, pero con perspectivas de un mayor déficit fiscal y pérdida significativa de reservas internacionales debido, en gran medida, al proceso electoral del año 2000. Los principales temas fueron la reactivación económica, la crisis en la cadena de pagos y la alta tasa de interés.

### LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

Para algunos economistas, el crecimiento de 3.8% del PBI en 1999 y el alto crecimiento registrado en el cuarto trimestre del mismo año<sup>6</sup> indican que ya se habría entrado en una fase de franca recuperación económica, y es probable que a partir del año 2000 se retome la senda de crecimiento, interrumpida en 1998 por los efectos de la crisis asiática y el Fenómeno El Niño. Otros economistas, en cambio, fueron más cautelosos y asumieron que la crisis aún no ha tocado fondo, para ellos el crecimiento sería apenas una recuperación transitoria. El resultado de 1999 estaría reflejando más un fenómeno estadístico que una recuperación real de la producción, dado el significativo estancamiento de la economía en 1998, que se acentuó en el cuarto trimestre. Además, se

1. En los años noventa, destaca el período 1993-97 por su mayor dinamismo productivo. Así, el PBI creció al 0.6% anual en 1990-92; al 7.4% en 1993-97 y al 2.0% en 1997-99. Por quinquenios, se desacelera la producción en el segundo quinquenio: el PBI creció en 5.5% en 1990-95 y en 3.4% en 1995-99.
2. El financiamiento del déficit fiscal se habría realizado en parte con reservas internacionales. Esto se desprende de la disminución, en US\$ 1,034 millones, de los depósitos del sector público en el Banco Central. Esa disminución fue la principal causa de reducción de las RIN en 1999.
3. En las empresas de 100 y más trabajadores de Lima Metropolitana.
4. La remuneración mínima vital se mantiene en S/. 345, equivalente a US\$ 99 al mes de diciembre de 1999.
5. En el período de 1940 a 1999, las dos tasas de inflación más bajas se alcanzaron en 1960 (2.4%) y 1999 (3.7%).
6. El PBI creció en 6.7% en octubre, 8.7% en noviembre y 9.2% en diciembre de 1999, con respecto a los mismos meses de 1998.

esperan medidas restrictivas, sobre todo de tipo fiscal y monetario, después de las elecciones generales de abril de 2000, para evitar un mayor déficit fiscal y pérdida de reservas internacionales, las cuales podrían afectar negativamente a la producción interna, de modo que la recuperación efectiva recién se estaría iniciando en el cuarto trimestre de 2000.

### **LA CRISIS DE LA DEMANDA INTERNA Y LA RUPTURA DE LA CADENA DE PAGOS**

Para algunos economistas, la depresión del consumo y la inversión privada responden a tres factores principales: la reducción de los préstamos del exterior, la insolvencia de los deudores para honrar sus obligaciones financieras y la mayor prudencia de los prestamistas en el otorgamiento de sus créditos. A raíz de la crisis financiera internacional de 1997-98 se restringieron los préstamos del exterior para empresas y bancos peruanos, contribuyendo en gran medida a la crisis de liquidez en 1998, cuyos efectos se extendieron hasta el año siguiente. La crisis económica, por otro lado, afectó la capacidad de pago de los consumidores, determinando una menor demanda por bienes y servicios y una elevación en la tasa de morosidad. Esta última desalentó el crédito al consumo y, ante la crisis de liquidez, el crédito se concentró en los mejores clientes. Sin embargo, estas últimas medidas restringieron aún más la demanda por bienes y servicios, principalmente de los sectores de mercado interno, como manufactura no primaria y construcción. La menor venta en las empresas, a su vez, elevó el riesgo de incumplimiento en el pago de sus deudas y restringió las opciones de inversión productiva o condujo al cierre de fábricas, con lo cual se configuró la ruptura en la cadena de pagos en una parte importante de los consumidores y empresas. Para estos economistas, la reciente ley de reestructuración patrimonial tendría un papel importante en restituir la continuidad en la cadena de pagos, dado que permite a las empresas insolventes, pero con posibilidades reales de recuperación económica y financiera, refinanciar sus pagos y entrar en un proceso de reestructuración patrimonial, antes que ir directamente a la disolución y liquidación o quiebra de la empresa<sup>7</sup>. La decisión de refinanciación y reestructuración pasa por la participación de los acreedores.

Para otros economistas, la crisis de la demanda interna se explica principalmente por una administración ineficiente de la cartera de créditos de las empresas, financieras y no financieras, en la que predominó una política flexible para el otorgamiento de créditos. Esta flexibilidad estuvo amparada en la facilidad para captar fondos, sobre todo del exterior, que hubo antes de la crisis financiera de 1997. El principal resultado fue una selección adversa, con un elevado contingente de clientes insolventes en la cartera de créditos. El saneamiento de dicha cartera trajo consigo la caída de las colocaciones en los bancos y del nivel de ventas en las empresas no financieras.

Para un tercer grupo de investigadores, el factor de la crisis interna está en el mal manejo de la política económica, dado que, por un lado, se ha priorizado la expansión del gasto fiscal con fines electorales, desligándolo de la recaudación tributaria, y no se han otorgado oportunamente líneas de crédito para apoyar a las empresas con problemas de liquidez; y, por el otro, se ha paralizado el proceso de privatización de las empresas públicas y el gobierno no ha logrado un efectivo programa de reestructuración que ataque los riesgos mayores de las empresas. Como medidas principales para enfrentar la crisis, este tercer enfoque sugiere reducir el gasto fiscal, retomar las acciones de privatización y profundizar las reformas estructurales o reformas de segunda generación.

### **TIPO DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS EN ALZA**

En el segundo semestre de 1999, sobre todo en julio y diciembre, el BCR siguió una política monetaria expansiva, lo que habría provocado una elevación del tipo de cambio nominal a partir de agosto. Al mismo tiempo, era de esperarse una disminución de la tasa de interés. Sin embargo, la tasa de interés interbancaria también se elevó. Para algunos economistas, la elevación simultánea de ambos precios macroeconómicos se debe a la confluencia de diversos factores y no estrictamente a la política monetaria que durante 1999 fue menos restrictiva que el año anterior. Entre esos otros factores están, por un lado, la crisis monetaria de los países vecinos de Ecuador y

7. Véase el Decreto Supremo No. 014-99-ITINCI, Texto Único Ordenado de la Ley de Reestructuración Patrimonial, de fecha 30.10.99 y publicado el 01.11.99.



Colombia que alentó la compra importante de moneda extranjera en el país por parte de las empresas, lo que presionó hacia arriba el tipo de cambio. Y, por el otro, el incremento en la demanda de *forward*, con un mercado significativo en el país, que contribuyó a elevar la tasa de interés interbancaria. Para otros economistas, la elevación del tipo de cambio responde a un problema

de oferta, por la menor entrada neta de capitales. A ello se sumarían las expectativas devaluatorias ante la pérdida de reservas internacionales para cubrir, por ejemplo, el pago de la deuda externa. La elevación de la tasa de interés, en cambio, respondería a la mayor concentración bancaria, la que a su vez evita la competitividad en el mercado de crédito bancario.

## ÚLTIMAS PUBLICACIONES DE LOS CENTROS ASOCIADOS AL CIES

### CEPES

*Pobreza y Desarrollo Rural en el Perú*. Lima: CEPES; OXFAM, 2000.

*Endeudamiento creciente, cambio institucional de contratos de crédito en el Perú*, Documento de Trabajo, 107. Lima: CEPES; IEP, 1999

Valderrama, Mariano. *ONG, concertación y desarrollo local*. Lima: CEPES; ALOP, 1999.

### CIES

Escobal, Javier y Javier Iguíñiz. *Balance de la investigación económica en el Perú*, Serie: Diagnóstico y Propuesta, 1. Lima: CIES, 2000.

Del Castillo, Laureano, Diez, Alejandro, Trivelli, Carolina y Milton von Hesse. *Propuestas para el desarrollo Rural*. Lima: CIES, 2000.

Gonzales de Olarte y Manuel Glave. *Enseñanza de economía en las provincias del Perú*, Serie: Investigaciones Breves, 12. Lima: CIES, 1999

Díaz, Juan José. *Estructura de ingresos en Lima Metropolitana: 1986-1995*, Serie: Investigaciones Breves, 11. Lima: CIES, 1999.

López de Romaña, Pablo (ed.). *Análisis subsectorial del turismo en el Perú*. Lima: IDRC, Universidad de Ottawa, CIES, Cenfotur, 1999.

### CIPCA

Alvarado, Javier y Federico Ugaz. *Retos del financiamiento rural*. Lima: CEPES, CIPCA, SOLIDARIDAD, 1998.

Diez Hurtado, Alejandro. *Comunes y haciendas: procesos de comunalización en la sierra de Piura (siglos XVIII al XX)*. Lima: CIPCA, CBC, 1998.

Revesz, Bruno (editor). *Descentralización y gobernabilidad en tiempos de globalización*. Piura: CIPCA-IEP, 1998.

### CIUP

Vásquez, Enrique (ed.), *Diseño, monitoreo y evaluación de proyectos sociales*. Lima: CIUP-IDRC, 2000.

Portocarrero S., Felipe y otros. *Empresas, fundaciones y medios: la responsabilidad social en el Perú*. Lima: CIUP, 2000.

Vásquez, Enrique (ed.) *Impacto de la inversión social en el Perú*. Lima: CIUP-IDRC, 2000.

### DESCO

Revista *Quehacer* No. 123, revista bimestral. Lima: DESCO, 2000.

Reyna, Carlos. *La anunciación de Fujimori*. Alan García 1985-1990. DESCO, 2000.

Balbis, Jorge y otros. *Elecciones y cambios políticos en América Latina*. Lima: DESCO, 2000.

Reyna, Carlos. *Propuestas de 8 peruanos para el 2000*. Lima: DESCO, 1999.

### GRADE

Torero, Máximo y Javier Escobal. *¿Cómo enfrentar una geografía adversa?: el rol de los activos públicos y privados*, Serie: Documento de Trabajo No. 29. Lima: GRADE, 2000.

Saavedra, Jaime, Eduardo Maruyama. *Estabilidad laboral e indemnización: efectos de los costos del despido sobre el funcionamiento del mercado laboral peruano*, Serie: Documento de Trabajo No. 28. Lima: GRADE, CIES, 2000.

Kuramoto, Juana. *Las aglomeraciones productivas alrededor de la minería: el caso de la Minería Yamacocha S.A.*, Documento de Trabajo No. 27. Lima: GRADE, 2000.

### IEP

Gonzales de Olarte, Efraín. *Neoliberalismo y neoliberalismo en el Perú*. Serie: Colección Mínima, 39. Lima: IEP, CIES 2000.

Trivelli, Carolina e Hildegardi Venero. *Crédito rural: coexistencia de prestamistas formales e informales, racionamiento y autorracionamiento*, Serie: Documento de Trabajo, 110 y Economía, 35. Lima: IEP-CIES, 1999.

Rostworowski, María. *El señorío de Pachacamac, el informe de Rodrigo Cantos de Andrade de 1573*. Lima: IEP.

### PUCP

Garavito, Cecilia. *Desempleo por sexo: 1989-1996. Un análisis microeconómico*, Serie: Documento de Trabajo, 169. Lima: CISEPA-PUCP, CIES, 1999.

Dancourt, Oscar, Waldo Mendoza. *Los dos canales de transmisión de la política monetaria en una economía dolarizada*, Serie: Documento de Trabajo, 162. Lima: CISEPA-PUCP, CIE, 1999.

Jiménez, Félix, Giovana Aguilar y Javier Kapsoli. *De la industrialización proteccionista a la desindustrialización neoliberal*. Lima: PUCP, Consorcio de Investigación Económica, 1999.



## FORO DE SOCIOS DEL CIES

### Institución/ Representante

#### LIMA

##### Universidades

Escuela Superior de Administración de Negocios para Graduados (ESAN)/ Alejandro Toledo  
Pontificia Universidad Católica del Perú-Departamento de Economía/ Oscar Dancourt

Universidad de Lima - Centro de Investigaciones Económicas y Sociales / Percy Correa

Universidad del Pacífico - Centro de Investigación / Felipe Portocarrero S.

Universidad Nacional Agraria La Molina - Facultad de Economía / Luis Jimenez

Universidad Nacional de Ingeniería- Facultad de Ingeniería Económica y Ciencias Sociales / Juan Sierra

Universidad Nacional Mayor de San Marcos - Instituto de Investigaciones Económicas / César Sanabria

Universidad Peruana Cayetano Heredia - Facultad de Salud Pública y Administración / Marcos Cueto

##### Centros

Asociación Laboral para el Desarrollo (ADEC-ATC)/ Gricelda Tello

Centro de Estudios para el Desarrollo y la Participación (CEDEP)/ Félix Wong

Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo (DESCO)/ Humberto Campodónico

Centro Peruano de Estudios Sociales (CEPES)/ Juan Rheineck

Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE)/ Jaime Saavedra

Instituto Apoyo / Gabriel Ortiz de Zevallos

Instituto de Estudios Peruanos (IEP)/ Cecilia Blondet

Instituto Peruano de Administración de Empresas (IPAE) - Centro de Estudios Estratégicos / Juan Díaz

Macroconsult S.A./ Elmer Cuba

Seguimiento, Análisis y Evaluación para el Desarrollo (SASE)/ Baltazar Caravedo

Sociedad Nacional de Industrias - Instituto de Estudios Económicos y Sociales/ Luis Abugattás

#### PROVINCIAS

##### Universidades

Universidad Católica de Santa María - Centro de Investigaciones / Edgar Borda

Universidad Nacional de Piura - Facultad de Economía / Humberto Correa

Universidad Nacional del Altiplano - Facultad de Ingeniería Económica y Facultad de CC. SS. / Félix Olaguivel

Universidad Nacional Pedro Ruiz Gallo - Facultad de Ciencias Económicas, Administrativas y Contables / Teodoro Córdova

Universidad Nacional de San Agustín de Arequipa - Facultad de Economía / Angel Paz

Universidad Nacional San Antonio Abad del Cusco - Facultad de Economía / José Cáceres

##### Centros

Centro Bartolomé de las Casas / Alejandro Camino

Centro de Investigación y Promoción al Campesinado (CIPCA) / Bruno Revesz

##### Sede del CIES:

Jr. León de la Fuente 110 - Magdalena - Lima 17 - Perú. Telefax: (51 1) 264-1557.

##### Web Site:

[www.consortio.org](http://www.consortio.org)