

# Perú

Grupo de Análisis para  
el Desarrollo, GRADE,  
Lima

Responsables:  
Javier León Astete y  
Carlos Paredes Lanatta

# coyuntura económica andina

## PERU

Introducción . . . . .	199
Los primeros 18 meses del gobierno aprista . . . . .	199
Los desequilibrios y sus interrelaciones durante 1987 . . . . .	214
Efectos de la política macroeconómica durante 1987 . . . . .	224
Dilemas de política macroeconómica para 1988-89 . . . . .	235

# Perú \*

## I. INTRODUCCION

Este documento tiene por objeto estudiar los efectos de la política económica "heterodoxa" iniciada por el gobierno de Alan García Pérez en julio de 1985. El análisis se centra en el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante 1987, y se discuten brevemente algunos dilemas de política económica para el período 1988-1989.

Para el estudio de los efectos de la política macroeconómica durante 1987, el trabajo se ha dividido en cuatro secciones. La primera presenta un balance de la política económica durante los primeros dieciocho meses del gobierno de Alan García. En ella se describen la situación macroeconómica y las expectativas oficiales y del sector privado prevalentes a finales de 1986, enfatizan-

do los desequilibrios existentes en los diversos mercados en ese momento. En la segunda sección se presenta un análisis del comportamiento macroeconómico durante 1987, destacando la evolución de los principales cuellos de botella vigentes a principios de ese año. El objeto de esta sección es explicar los orígenes de la crisis iniciada a finales de 1987 dentro de un marco conceptual coherente, remarcando el inmovilismo y poca flexibilidad de la política económica para corregir los desequilibrios y distorsiones que se fueron acrecentando a lo largo del año. En la tercera sección, siguiendo un esquema de análisis de coyuntura, se estudia la evolución de los principales agregados macroeconómicos e indicadores sectoriales durante 1987. Por último, con base en el desarrollo anterior, se analizan los principales dilemas de política económica para el período 1988-1989.

---

\* Este trabajo constituye parte del programa de investigación del Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE. Para este fin se contó con el apoyo financiero de la Fundación Friedrich Ebert del Perú y el International Development Research Centre (IDRC) del Canadá.

## II. LOS PRIMEROS 18 MESES DEL GOBIERNO APRISTA

Desde su llegada al poder en julio de 1985, el gobierno de Alan García

adoptó una política económica que no sólo buscaba reducir la inflación, sino también producir fuertes cambios en la estructura económica del país. El programa económico de corto plazo planteado por el gobierno aprista tomaba como eje central la reducción de la tasa de inflación y la reactivación de la economía. La consecución de ambos objetivos se veía facilitada por la reducción unilateral del servicio de la deuda externa.

En contraposición al gobierno anterior, el nuevo equipo económico dejó de considerar al exceso de demanda agregada como causa principal del incremento de la inflación. Por el contrario, se estimó que las presiones de costos y las expectativas eran los factores principales que alimentaban al proceso inflacionario. Consecuentemente, el principal instrumento utilizado para controlar la inflación fue la congelación (y, en algunos casos, reducción) de los denominados "precios básicos" (v. gr., tipo de cambio, tasas de interés y precios de combustibles), con el objeto de reducir los costos de producción. Así mismo, el anuncio de que estos precios estarían vigentes por un período relativamente largo (v. gr. en un principio se anunció que el tipo de cambio permanecería estable durante el segundo semestre de 1985), y la extensión de la cobertura de la congelación de precios a todos los sectores de la economía, sirvieron al objetivo de reducir las expectativas inflacionarias.

Paralelamente, el programa económico, a diferencia de los ajustes "ortodoxos" aplicados anteriormente, pretendía lograr la reactivación del aparato productivo sobre todo mediante el incremento de la demanda

interna. Efectivamente, con el objeto de generar la demanda interna requerida para fomentar un mayor nivel de producción, se incrementó el nivel de protección a la industria nacional y se aumentó el poder adquisitivo de la población. La reducción del servicio de la deuda externa (que en el caso peruano es mayoritariamente deuda pública), fue un factor importante dentro de la estrategia ya que permitió redireccionar el gasto público hacia bienes y servicios nacionales, a la vez que incrementó la disponibilidad de divisas.

Desde los primeros meses de la nueva administración, el éxito del programa con respecto a su objetivo anti-inflacionario fue rotundo; la tasa de inflación mensual se redujo violentamente de 110% en julio a un promedio de 30% mensual entre septiembre y diciembre de 1985. Otro aspecto importante a destacar es el proceso de "desdolarización" del sistema financiero. Un efecto colateral de la congelación del tipo de cambio fue la reducción en 380% del cuasidínero en moneda extranjera entre julio y diciembre de 1985 y de su participación dentro de la liquidez total, la cual bajó en 29 puntos porcentuales. Sin embargo, debido al poco tiempo transcurrido, el segundo semestre de 1985 no es un período adecuado para evaluar los resultados del programa "heterodoxo", sobre todo en lo referente a sus efectos sobre el crecimiento y la redistribución del ingreso.

A diferencia de los últimos meses de 1985, durante 1986 se pudieron observar en toda su magnitud los logros de este programa. Efectivamente, la revisión bibliográfica sobre el

tema<sup>1</sup> y los principales indicadores económicos de los primeros dieciocho meses, permiten reconocer a propios y extraños el éxito del programa "heterodoxo" puesto en marcha por el gobierno de Alan García.

Dentro de los más importantes logros de la política aplicada, se pueden nombrar los siguientes para el año 1986:

1. Reducción drástica de la tasa de inflación.
2. Desdolarización de la economía.
3. Fuerte crecimiento del producto y del empleo.
4. Incremento en el nivel de salarios reales, y
5. Redistribución del ingreso.

La reducción drástica de la tasa de inflación fue producto de un estricto control de precios, acompañado de la fijación del tipo de cambio y de la reducción de las tasas de interés (tanto en términos nominales como reales). Si bien durante 1986 la tasa de infla-

ción se redujo significativamente respecto al año anterior, la inflación promedio mensual (4.15%) superó las tasas registradas durante los últimos meses de 1985.

Con respecto al comportamiento de la tasa de inflación durante 1986, en el Gráfico 1 se puede apreciar que la inflación promedio mensual (considerando una media móvil con amplitud de tres meses) no presenta un patrón definido: luego del reajuste de precios producido en el primer trimestre de 1986, la inflación promedio mensual fluctuó alrededor del 4% durante el resto del año.

Sin embargo, al analizar la evolución de la inflación anual<sup>2</sup> (ver Gráfico 2), se observa que ésta descendió durante los primeros ocho meses del año para luego iniciar una ligera aceleración a partir de octubre. Como se puede apreciar en ambos Gráficos, la aceleración de la inflación se acentuaría fuertemente durante 1987.

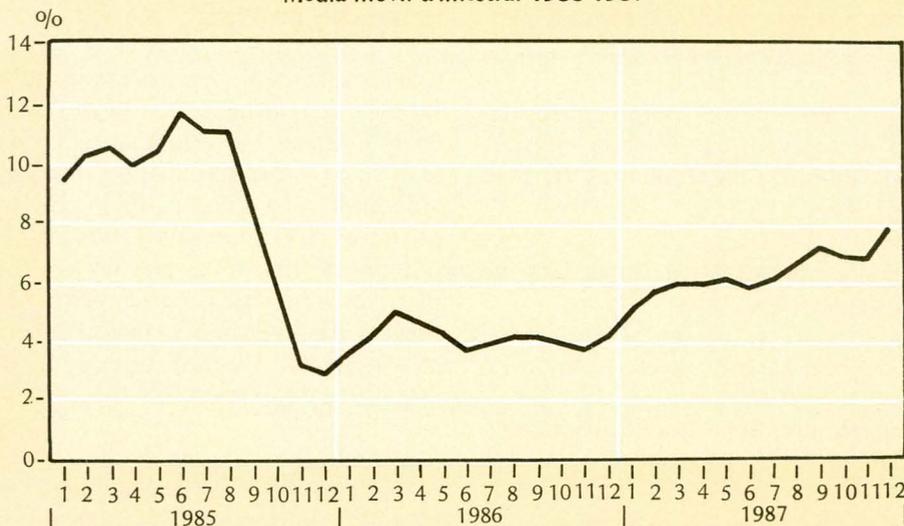
Si se realiza un análisis más desagregado, destaca el problema de inflación reprimida. Efectivamente, según el Cuadro 1, durante los últimos tres trimestres de 1986, de los ocho grandes grupos que componen la canasta de consumo, sólo tres de ellos estaban creciendo por debajo de la tasa de promedio de inflación (alimentos, bebidas y tabaco; alquiler de vivienda, combustible y electricidad; y transporte y comunicaciones). Resultado que no es sorprendente, pues el gobierno ejercía un mayor control de precios sobre estos grupos de bienes. Estas observaciones indican que hacia finales de 1986, el índice gene-

<sup>1</sup> J. Schuldts desarrolla el tema de la desinflación y de su impacto redistributivo en "Desinflación selectiva y reactivación generalizada en el Perú, 1985-1986", *El Trimestre Económico*, Vol. LIV, número especial, México, 1987. R. Thorp revisa la concepción del modelo y su evolución durante los primeros dos años en "The Apra Alternative in Perú: Preliminary evaluation of García's economic policies", *Mimeo*, Lima, 1987. C. Ferrari destaca el aspecto de acumulación y el problema de la intermediación financiera en "Los desafíos del crecimiento peruano y de su financiamiento", *Mimeo*, Apoyo, Lima, 1987. Los documentos del Instituto Nacional de Planificación ("La distribución del Ingreso en el Perú") de 1986 y 1987, presentan los aspectos distributivos de la política.

<sup>2</sup> La inflación anual se calcula con respecto al mismo mes del año anterior.

GRAFICO 1

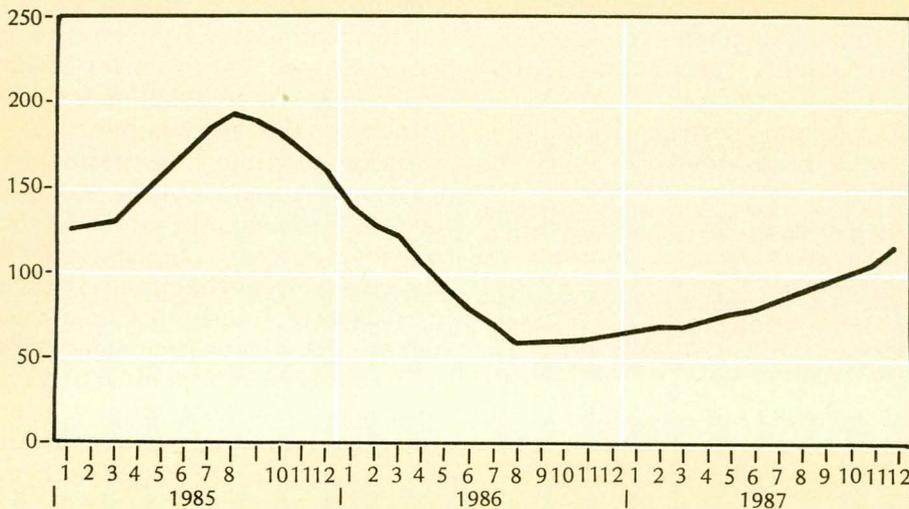
PERU: INFLACION PROMEDIO MENSUAL  
Media móvil trimestral 1986-1987



Elaborado con base en el "Boletín Mensual de Índices de Precios". Instituto Nacional de Estadística.

GRAFICO 2

PERU: INFLACION ANUAL 1985-1987  
(Porcentajes)



Elaborado con base en el "Boletín Mensual de Índices de Precios". Instituto Nacional de Estadística.

**CUADRO 1**  
**PERU: TASA DE INFLACION PROMEDIO MENSUAL POR**  
**TRIMESTRES – 1985 – 1987**

	General	Grandes grupos							
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
1985									
II	11.6	11.8	14.1	10.6	12.0	11.2	11.8	10.9	11.4
III	8.1	7.1	8.4	5.3	8.2	8.6	12.4	8.9	9.2
IV	2.8	4.4	3.5	-1.1	2.6	2.1	1.1	2.4	3.9
1986									
I	4.9	6.6	4.8	0.9	2.8	4.5	1.6	5.8	6.5
II	3.7	3.1	8.0	2.5	4.1	3.6	1.6	5.3	4.2
III	4.0	3.4	6.8	2.6	5.0	4.6	1.6	4.9	5.4
IV	4.0	3.0	7.0	2.1	5.8	4.9	2.2	5.7	4.9
1987									
I	5.8	4.7	4.9	1.8	6.5	4.9	5.1	11.5	6.9
II	5.7	4.7	6.2	3.5	7.6	6.0	6.6	6.8	6.1
III	7.1	5.7	5.9	5.4	7.8	7.3	8.4	8.7	8.4
IV	7.7	6.9	7.4	4.4	10.0	8.3	6.8	8.6	8.8

**Fuente:** Boletín Mensual de Índices de Precios Nos. 01-88-INE. Lima, febrero 1988.

**Nota:** Los Grandes Grupos de la canasta de consumo son:

I : Alimentos, bebidas y tabaco.

II : Vestido y calzado.

III : Alquiler de vivienda, combustibles y electricidad.

IV : Muebles, enseres y mantenimiento de la vivienda.

V : Cuidado, conservación de la salud y servicios médicos.

VI : Transportes y comunicaciones.

VII : Esparcimiento, Divers, Sers. Cult. y de enseñanza.

VIII : Otros bienes y servicios.

ral de precios no mostraba una mayor tendencia hacia la aceleración, debido a la represión de la inflación vía el control de precios.

El congelamiento del tipo de cambio durante 1986 contribuyó a que el proceso de “desdolarización” del sistema financiero continuase durante ese año. Efectivamente, el cuasidinero en moneda extranjera se redujo en 38% durante el año (62% durante los primeros dieciocho meses del gobierno). La monetización de los certificados bancarios denominados en moneda extranjera constituyó un impulso reactivador al incremen-

tar la demanda por bienes y servicios (sobre todo durante el segundo semestre de 1985). Esta presión reactivadora, sin embargo, fue amortiguándose a partir del segundo trimestre de 1986. Al respecto, cabe anotar que la tasa de decrecimiento del cuasidinero en moneda extranjera pasó de un promedio mensual de 5% durante el primer trimestre de 1986 a 2.7% durante el segundo.

Con respecto al *fuerte crecimiento del PBI durante 1986 (8.5%)*, éste fue inducido por el incremento de la demanda interna. El Cuadro 2 presenta el crecimiento del PBI clasifica-

**CUADRO 2**  
**PERU: TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI**  
**POR TIPO DE GASTO**

	85/84 (%)	86/85 (%)	87/86 (%)	% del PBI
PBI Total	1.9	8.5	6.0	100.0
Consumo Privado	2.5	16.0	8.2	74.0
Consumo público	3.7	2.6	3.0	10.7
Inversión bruta interna	(13.7)	9.2	0.6	11.9
* Inversión bruta fija	(15.7)	2.6	2.6	11.2
— Inversión privada	(5.1)	18.2	11.8	4.8
— Inversión pública	(23.0)	(10.7)	(7.8)	6.5
* Variación de Stocks	—	—	—	0.5
Exportaciones	4.0	(14.0)	(4.3)	13.1
Importaciones	(9.9)	12.0	(2.5)	9.7

Fuente: Banco Central de Reserva.

Nota: Las cifras entre paréntesis indican tasas negativas de crecimiento. La composición porcentual del PBI de la última columna corresponde a 1987.

do por tipo de gasto. Como se puede apreciar, dentro de la demanda interna, el gasto público presentó una pequeña variación positiva, debido a que el alza en el consumo público (2.6%) se vio neutralizada por la menor inversión del sector (-10.7%). En el sector privado, el consumo creció en 16.0% y la inversión en 18.2%. Sin embargo, por su tamaño dentro del PBI, este último componente sólo explica un pequeño porcentaje del crecimiento global. Por otro lado, en el sector externo, las exportaciones cayeron en 15%, mientras que las importaciones (sobre todo de insumos y bienes de capital) aumentaron en 44%, lo cual se tradujo en un déficit de la balanza comercial.

Por el lado de la producción, el Cuadro 3 permite mostrar que la reactivación durante 1986 se concentró en tres sectores: manufactura

(17.8%); construcción (21.2%) y comercio (12%)<sup>3</sup>. El primero se vio favorecido por la política de protección a la industria nacional y el incremento de la demanda interna; la expansión del segundo se explica por el aumento de la autoconstrucción y por el control de precios de los insumos básicos de esta actividad; mientras que el crecimiento del sector servicios es un reflejo del aumento general en la actividad económica y un indicador del apoyo recibido por el sector informal urbano.

Estas cifras muestran el tipo de crecimiento planteado por el modelo "heterodoxo": no se trataba de un crecimiento hacia afuera, como en los últimos años de la década de los setenta; ni tampoco, de un crecimiento generado por el mayor gasto

<sup>3</sup> El sector comercio se encuentra incluido dentro del rubro "Otros", en el Cuadro 3.

CUADRO 3  
PERU: TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI  
POR SECTORES PRODUCTIVOS

	85/84 (%)	86/85 (%)	87/86 (%)	% del PBI
PBI Total	1.9	8.5	6.0	100.0
Agropecuario	2.3	3.7	5.4	13.2
Pesca	7.5	3.0	7.4	1.3
Minería	6.1	(2.5)	2.4	8.9
Manufactura	4.1	17.8	7.5	23.8
Construcción	(13.1)	21.2	12.8	4.9
Gobierno	(0.5)	2.2	1.5	7.3
Otros	1.9	8.2	6.2	40.7

Fuente: Banco Central de Reserva.

Nota: Las cifras entre paréntesis indican tasas negativas de crecimiento. La composición porcentual del PBI de la última columna corresponde a 1987.

público, como en los primeros años del gobierno de Velasco; el crecimiento "heterodoxo" estaba basado en la expansión del consumo interno. Claramente, este modelo favoreció el desarrollo de los sectores destinados al mercado nacional (manufactura, comercio y construcción). Cabe destacar, además, que en gran parte el crecimiento durante 1986 se produjo recién a partir del segundo trimestre (ver Gráfico 3).

Aunque el crecimiento de estos sectores se debió al incremento de la demanda interna, cabe notar que a diferencia de experiencias anteriores, el sector agropecuario no transfirió ingresos hacia el sector urbano. Por el contrario, se buscó mejorar la situación del campo mediante una política de precios favorable al agro y de crédito promocional para este sector. Sin embargo, a pesar de este apoyo, el sector agropecuario creció sólo 3.7% durante 1986 (1.3% agricul-

tura y 7% pecuario). Entre las razones que explican este comportamiento se encuentran el retraso en la implementación de la nueva política de precios, factores climáticos, retrasos de siembras y conflictos laborales (sobre todo en la producción de caña de azúcar)<sup>4</sup>.

Con respecto al incremento en las remuneraciones reales, el Gráfico 4 permite apreciar el significativo mejoramiento de éstas. Efectivamente, el crecimiento de los sueldos reales durante estos dieciocho meses fue de 31.7% mientras que los salarios crecieron 51.8%<sup>5</sup>. Cabe notar, sin

<sup>4</sup> Aunque en 1986 la tasa de crecimiento del sector agropecuario estuvo muy por debajo de la tasa de crecimiento global, cabe notar que ésta fue significativamente mayor que la tasa promedio anual de crecimiento del sector durante el período 1976-1985 (1.4%).

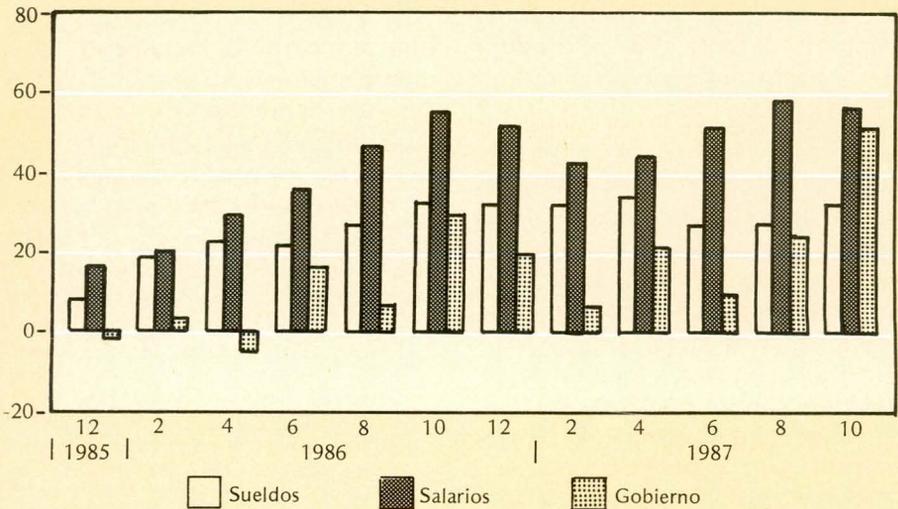
<sup>5</sup> Durante este período, el índice de remuneraciones reales de trabajadores con negociación colectiva, aumentó en 47%.

**GRAFICO 3**  
**PERU: PRODUCTO BRUTO INTERNO TRIMESTRAL**  
 Base 1979 = 100  
 (Indice desestacionalizado)



Fuente: B.C.R.

**GRAFICO 4**  
**PERU: INDICES DE SUELDOS Y SALARIOS REALES**  
 1985 – 1987  
 (Diferencias porcentuales con respecto a la base: agosto de 1985 = 100)



Fuente: Ministerio de Trabajo.

embargo, que la tasa de crecimiento de las remuneraciones reales fue disminuyendo, a medida que transcurría 1986 (tendencia que se acentuó durante el primer trimestre de 1987). A pesar de ello, el crecimiento de las remuneraciones reales durante el año 1986 fue similar al del último cuatrimestre de 1985. Por otro lado, la evolución de las remuneraciones reales de los empleados del gobierno central, muestra un crecimiento menor que el de los sueldos y salarios del sector privado. Por lo tanto, dado el incremento de las remuneraciones reales, se puede afirmar que durante 1986 la política de remuneraciones fue coherente con el desarrollo del modelo global. Al agotarse el impulso generado por la "desdolarización", el aumento del poder adquisitivo de los asalariados se constituyó en la principal fuerza para promover el crecimiento de la producción interna.

En cuanto a la redistribución del ingreso, el gobierno aprista tuvo como objetivo: "... mejorar la calidad de vida de la población, prestando atención especial a los pobladores de las zonas rurales del trapezio andino, a los campesinos de la sierra y a los habitantes marginales de las ciudades"<sup>6</sup>.

Para cumplir este objetivo, durante 1986 se hizo uso de tres tipos de políticas: cambios en precios relativos, política salarial y subsidios. Para analizar los efectos redistributivos inducidos por la política de precios oficiales y por el control de precios del sector industrial, es conveniente

comparar la evolución de los precios agropecuarios nacionales con la de los precios del sector manufacturero nacional (ambos tomados del índice de precios al por mayor)<sup>7</sup>. Como se puede apreciar en el Cuadro 4, durante el período julio 1985 - diciembre 1986, los precios agropecuarios crecieron en 146.90%, mientras que los precios manufactureros se incrementaron en sólo 23.80%. El sesgo pro-agro de estas políticas es evidente. Más aún, es necesario señalar que la política de crédito promocional al agro reforzó este sesgo<sup>8</sup>.

Para medir los efectos redistributivos de la política de precios sobre el sector informal urbano, es útil comparar la evolución de los índices de precios de tres grupos de bienes dentro del índice de precios al consumidor: los decretados por el gobierno, los congelados y los precios flexibles<sup>9</sup>. Dentro del primer grupo se encuentran productos producidos por unas pocas empresas y los servicios públicos<sup>10</sup>. El segundo grupo está

<sup>7</sup> Al respecto ver los trabajos de Schuldt (1987) y Thorp (1987) ya mencionados (ver nota de pie de página No. 1).

<sup>8</sup> Escobal ha estimado que el subsidio crediticio a los principales productos agrícolas representó el 0.820% del PBI en 1986, y el 1.60% en 1987. Ver J. Escobal, "Analysis of major agricultural policies in Peru: 1985-1987", *Mimeo*, GRADE, Lima, 1988.

<sup>9</sup> Ver J. Schuldt, "Desinflación selectiva y reactivación generalizada en el Perú, 1985-1986", *El Trimestre Económico*, Vol. LIV, número especial, México, 1987.

<sup>10</sup> Entre otros bienes y servicios del primer grupo se encuentran: grasas y aceites comestibles, leche evaporada, azúcar, agua, energía eléctrica, gasolina, transporte y comunicaciones. Por otro lado, el segundo grupo incluye a productos como: café, bebidas, aparatos electrodomésticos, productos medicinales, seguros, equipo de enseñanza, libros, revistas, etc. Fi-

<sup>6</sup> Instituto Nacional de Planificación, "La Distribución del Ingreso en el Perú", 1986, pág. 8.

**CUADRO 4**  
**PERU: INCREMENTO PORCENTUAL DE PRECIOS RELATIVOS**  
 (En porcentaje)

	Agrí- cola (%)	Manufac- turero (%)	Decre- tados (%)	Congela- dos (%)	Flexi- bles (%)
Julio/85 - Diciembre/86	146.9	23.8	40.7	72.2	153.7
Diciembre/86 - Diciembre/87	84.4	71.5	81.5	115.6	114.7

Fuente: Elaboración propia con base en cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadística.

compuesto básicamente por productos manufacturados en los que unas pocas empresas son líderes. Finalmente, en el tercer grupo se encuentran los servicios, pequeñas y medianas manufacturas, y productos que contienen un alto componente primario. Por lo tanto, es posible relacionar la evolución de los ingresos del sector urbano formal con la de los precios de los primeros dos grupos y la de los ingresos del sector urbano informal con la del tercer grupo. Al comparar la evolución de estos tres rubros, se aprecia que, durante el período julio 1985 - diciembre 1986, los dos primeros tuvieron un crecimiento promedio menor al 60%, mientras que el tercero lo hizo en 153.7%.

En resumen, la comparación de la evolución de estos precios relativos manifiesta claramente el sesgo redistributivo de la política de precios durante los primeros 18 meses de gobierno aprista. En el primer caso se favoreció al sector agrícola en relación con el industrial. En el segundo,

al urbano marginal e informal frente al urbano formal.

Con respecto al manejo de la política salarial, tal como se mostró en el Gráfico 4, los reajustes de remuneraciones estuvieron orientados a beneficiar al grupo de trabajadores con menores ingresos (los que reciben salarios en contraposición a los que reciben sueldos). Este efecto redistributivo se vio reforzado con el lanzamiento de programas de empleo temporal. Estos programas (PAIT, PROEM) permitieron incrementar fuertemente la oferta de puestos de trabajo<sup>11</sup>. Aunque la mayoría de los trabajadores del PAIT percibieron tan sólo el sueldo mínimo vital, el mismo se incrementó en términos reales en 20%, entre julio y diciembre de 1985 y se mantuvo estable durante 1986.

El tercer tipo de política utilizada para modificar la distribución del ingreso fue el conjunto de subsidios dirigidos hacia actividades consideradas

nalmente, en el tercer grupo se encuentran: carnes, pescados, leche, queso, hortalizas, legumbres, tubérculos, vestido, calzado, servicio doméstico, servicio de enseñanza, vajilla, etc.

<sup>11</sup> Según INP (1986), el PAIT generó en 1986 treinta mil puestos de trabajo durante el primer semestre, y ciento cincuenta mil adicionales en los últimos cuatro meses del año.

prioritarias por el gobierno. Los instrumentos más importantes utilizados para este fin fueron las tasas de interés, la política cambiaria y el manejo de las tarifas cobradas por los bienes y servicios ofrecidos por las empresas públicas.

Como se mencionó anteriormente, entre las medidas utilizadas para enfrentar la inflación se encuentran la reducción de las tasas de interés y el congelamiento del tipo de cambio. Claramente, estas políticas ocasionaron una transferencia de recursos de prestamistas a prestatarios y de exportadores a importadores. Dado que la tasa real de interés promedio durante 1986 fue  $-27\%$  para los ahorristas y que la apreciación del tipo de cambio real promedio de comercio de bienes durante el mismo período fue de  $28.1\%$ , es evidente que estas transferencias fueron significativas. Sin embargo, cabe notar que su eficiencia como instrumento de distribución del ingreso es dudosa. Efectivamente, la selectividad dentro de estos subsidios fue muy pequeña. Por ejemplo, aunque la transferencia a los prestatarios fue significativa (la tasa de interés activa promedio durante 1986 fue de  $40.4\%$ , mientras que la inflación ascendió a  $62.9\%$ ), el diferencial entre las tasas de interés comerciales y promocionales fue mínima<sup>12</sup>.

Por otro lado, el manejo de los precios y tarifas de las empresas públicas también estuvo dirigido a incrementar el poder adquisitivo de ciertos sectores. Esto llevó a que la tasa de crecimiento de estos precios

fuese menor que la inflación<sup>13</sup> y que el crecimiento de los ingresos corrientes de las empresas públicas estuviese por debajo de la expansión de los gastos. Consecuentemente, el déficit de las empresas públicas no financieras se incrementó de  $0.66\%$  del PBI en 1985, a  $2.24\%$  en 1986.

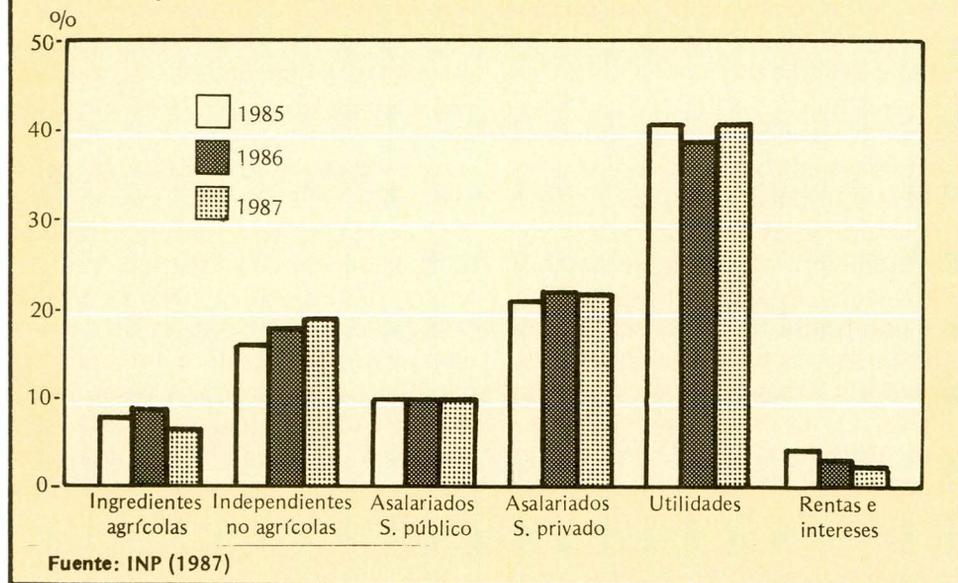
Los efectos de la política de redistribución del ingreso se pueden apreciar en el Gráfico 5, donde se presenta la evolución de la distribución funcional del ingreso nacional de 1985 a 1987. Durante 1986 la redistribución del ingreso favoreció a los independientes (tanto agrícolas como urbanos) y a los asalariados del sector privado, en detrimento de los capitalistas y rentistas. Estos resultados reflejan, por un lado, las políticas de precios en favor del agro y de los informales y, por otro, el prolongado control de precios industriales y la reducción de las tasas de interés. A pesar de las distorsiones que estas políticas puedan haber inducido, resulta claro que, en el corto plazo, éstas contribuyeron a mejorar la distribución del ingreso.

Resumido, los primeros dieciocho meses del gobierno se pueden dividir en dos etapas: el segundo semestre de 1985 y el año 1986. En la primera etapa, los éxitos más saltantes de la política económica fueron: la reducción de la inflación, la "desdolarización" y el aumento de las re-

<sup>12</sup> La excepción fueron los cultivos localizados en el Trapecio Andino.

<sup>13</sup> La inflación acumulada durante los primeros 18 meses del gobierno aprista fue de  $103.2\%$ , sin embargo, durante este período el precio de la gasolina subió en  $37.7\%$ , aumento que se produjo en agosto de 1985, para mantenerse fijo hasta marzo de 1987; asimismo durante este período el precio de la energía eléctrica aumentó sólo en  $18.5\%$  y el del kerosene bajó en  $10\%$ .

GRAFICO 5  
PERU: DISTRIBUCION DEL INGRESO  
1985 - 1987  
(Porcentajes representados por cada grupo en el ingreso total)



muneraciones reales. Sin embargo, durante estos primeros meses la producción no reaccionó en forma significativa (y no lo haría hasta inicios del segundo trimestre de 1986). En el segundo tramo (el año 1986) se incrementó significativamente la producción y el empleo, y se obtuvieron los redistributivos importantes, manteniendo el control de la inflación e incrementando aún más las remuneraciones reales (aunque no en la magnitud de los últimos meses de 1985).

Como es evidente, en el corto plazo, el modelo "heterodoxo" produjo un conjunto de resultados positivos y significativos; sin embargo, y en forma paralela, generó una serie de distorsiones que se hicieron patentes durante 1986. Los principales problemas o restricciones que emergieron durante este año, como conse-

cuencia de la dinámica propia a un esquema de crecimiento acelerado basado en la expansión de la demanda interna, fueron:

1. La reducción de las reservas internacionales del país y el sesgo anti-exportador de la política económica.
2. Deterioro de las cuentas fiscales.
3. Agotamiento de la capacidad ociosa en sectores claves, y
4. Recrudescimiento del proceso inflacionario.

El incremento en la producción y el consumo, por un lado, y la apreciación del tipo de cambio real, por otro, trajeron consigo un enorme crecimiento en la demanda por importa-

ciones y una reducción en el valor de las exportaciones (en 1986, las primeras aumentaron en 40% mientras que las segundas decrecieron en 15%)<sup>14</sup>. Estos fenómenos llevaron a la aceleración en la pérdida de divisas del país. El creciente desequilibrio externo dio lugar a que el saldo de la balanza comercial pasase de un superávit de US\$1.172 millones en 1985 a un déficit de US\$65 millones en 1986, y a que el déficit en balanza en cuenta corriente se acrecentase de 0,9% a 5,1% del PBI. Así es que durante este año, las reservas internacionales netas (RIN) se redujeron en US\$517 millones<sup>15</sup>.

Claramente ya en 1986, la evolución de la balanza de pagos y de las RIN señalaron una de las principales debilidades del modelo: la restricción externa. Sin embargo, como se verá más adelante, el nivel de reservas existentes y las expectativas prevalentes a finales de 1986 no llevaron a que las autoridades económicas introdujesen las correcciones necesarias para detener la pérdida de activos internacionales del país.

<sup>14</sup> Los rubros de importación que más crecieron fueron los de bienes intermedios y los de capital (los que crecieron en 32% y 26% respectivamente). Esto se explica por la falta de integración del aparato productivo y el consecuente alto componente importado de éste. Por el lado de las exportaciones, cabe notar que su valor decreció tanto por la caída en las cotizaciones internacionales de algunos productos de exportación como por la reducción en el quantum exportado.

<sup>15</sup> Cabe notar que durante 1986 las reservas internacionales brutas y netas crecieron durante los primeros tres meses, para luego descender continuamente. Por lo tanto, la reducción anual en las RIN subestima el problema de balanza de pagos que se estaba enfrentando. Al respecto, la pérdida de RIN en los últimos nueve meses del año fue de US\$583 millones (es decir, un 37% del stock total en marzo).

Estrechamente ligado al problema de las reservas internacionales, se encuentra el tema del sesgo anti-exportador de la política macroeconómica. Este fenómeno se produjo principalmente por la progresiva sobrevaluación del tipo de cambio, aunque factores tales como el incremento de los aranceles y demás barreras a la importación, y la fuerte expansión de la demanda interna, también contribuyeron al sesgo anti-exportador.

Con respecto a la política cambiaria, el tipo de cambio nominal para la mayoría de los productos de exportación se mantuvo constante durante gran parte del período<sup>16</sup>. Dado que la inflación interna durante el mismo período fue sustancialmente mayor a la devaluación, el tipo de cambio real promedio de exportación se apreció en 19% durante el período julio 1985 - noviembre 1986. Este cálculo se basa en el tipo de cambio real multilateral, por lo que incorpora el efecto de movimiento en los tipos de cambio de los países a los cuales el Perú exporta. En este sentido, es importante resaltar que la fuerte depreciación del dólar norteamericano en los mercados financieros internacionales amortiguó la apreciación del tipo de cambio real multilateral del país. Las fluctuaciones del dólar, sin embargo, afectaron en menor medida la competitividad de las exportaciones peruanas en el mercado norteamericano (donde se concentraron el 27% de las exportaciones durante el período 1980-85). Efectivamente, el

<sup>16</sup> Para un alto porcentaje de las exportaciones tradicionales, el tipo de cambio nominal no varió significativamente entre octubre de 1985 y agosto de 1986, y para el caso de las exportaciones no tradicionales éste no varió entre octubre de 1985 y junio del año siguiente.

tipo de cambio real bilateral (Perú-Estados Unidos) se apreció en 31% durante el mismo período.

El sesgo anti-exportador de la política macroeconómica se vio reflejado en el menor quantum exportado durante 1986 y, en particular, en la reducción de las exportaciones no tradicionales (éstas cayeron en 11% de 1985 a 1986), las cuales son relativamente elásticas con respecto al tipo de cambio real. Aunque, evidentemente, esta política afectó negativamente a la balanza de pagos en el corto plazo, es necesario resaltar que, en el mediano y en el largo plazo, contribuyó al ahondamiento de uno de los problemas estructurales más críticos de la economía peruana: la deficiencia de la oferta exportable del país. Efectivamente, el sesgo anti-exportador de la política desestimuló la inversión en el sector exportable de la economía.

Con respecto al balance fiscal, a finales de 1985 y durante 1986, se llevó a cabo una reforma tributaria que redujo significativamente las tasas de impuestos indirectos por motivos anti-inflacionarios y de redistribución del ingreso. Se suponía que esta reducción estaría acompañada de un fuerte crecimiento en los impuestos directos. Sin embargo, ésto no sucedió; lo cual condujo a que, en términos reales, los ingresos tributarios del gobierno central se redujesen ligeramente durante 1986, y en 17.40% durante 1987. Así mismo, como se mencionó anteriormente, la estrategia anti-inflacionaria del gobierno tuvo como uno de sus instrumentos la congelación de los precios y tarifas de los bienes y servicios ofrecidos por las empresas públicas.

Esta política de precios (o de subsidios implícitos) dio lugar a que los ingresos corrientes de las empresas públicas descendiesen en 21% durante 1986 y que éstas arrojasen un déficit económico del 2.040% del PBI.

El conjunto de estas políticas llevó a que los ingresos corrientes del sector público no financiero decreciesen en 21% en términos reales durante 1986. A pesar de que los gastos corrientes del sector disminuyeron en 140%, el déficit se incrementó a 7.40% del PBI. Aunque la cifra del déficit puede parecer muy abultada, cabe notar que gran parte de ésta refleja asientos contables más que flujos reales. Efectivamente, si en la estimación del déficit no se incluye los intereses de la deuda externa vencidos y no pagados, la magnitud de éste se reduce a 3.70% del PBI.

Al analizarse las fuentes de financiamiento del déficit, se observa que un alto porcentaje de éste fue financiado con recursos externos (un financiamiento forzado debido al no pago de la deuda). Podría afirmarse que el déficit fiscal en 1986 no constituyó un problema muy importante para el gobierno ni para la economía, ya que existía un alto porcentaje de capacidad instalada ociosa y, en este contexto, el financiamiento inorgánico relativamente pequeño del déficit se tornó en un elemento reactivador.

Por último, ante el continuo crecimiento de la demanda agregada, el exceso de capacidad instalada se empezó a reducir, sobre todo en la industria básica. Según el Banco Central de Reserva, la capacidad utilizada en este tipo de industria pasó de

580/o en 1985 a 740/o en 1986; y en el caso de la industria en general, pasó de 590/o a 700/o. Aunque estos indicadores señalan que el factor capacidad ociosa no constituía aún un cuello de botella generalizado a finales de 1986, era ya claro que la capacidad de seguir creciendo rápidamente, sin tener que recurrir a un esfuerzo significativo en términos de inversión, se había reducido. En otras palabras, ante la ausencia de un incremento en la capacidad productiva del país, los efectos de la expansión de la demanda agregada sobre el crecimiento serían cada vez menores, mientras que sus efectos inflacionarios se verían incrementados. En efecto, el hecho que la inflación se estuviese reprimiendo artificialmente en 1986, con la consecuente distorsión de precios relativos, es un indicador de la presión de demanda subyacente al proceso inflacionario.

Si bien estas señales de peligro estaban latentes a finales de 1986 y el gobierno las reconoció, no eran lo suficientemente graves como para que los encargados de la política económica llevaran a cabo cambios drásticos en la política implementada hasta ese momento. Efectivamente, pareciera que en aquel entonces se pensaba que la "*audacia heterodoxa*" era suficiente para enfrentar algunos, si no todos, los desequilibrios macroeconómicos mencionados anteriormente<sup>17</sup>. Por ejemplo, cuando la pérdida de las reservas internacionales

*netas* se fue acelerando, el equipo económico dejó de usar este concepto y lo reemplazó por el de reservas internacionales brutas, argumentando que la decisión política de reducir el pago de la deuda externa había dado lugar a que una parte de los pasivos del Banco Central dejaran de ser considerados obligaciones atendibles. Más aun, el nivel de reservas podía defenderse con una serie de medidas "*heterodoxas*" (prohibiciones a la importación, certificados de no competencia con la producción nacional, licencias previas, prohibición de las remesas de utilidades de las empresas extranjeras hacia el exterior, etc.). Con respecto a la lucha contra la inflación, ésta continuaría basándose en un estricto control de precios y regulación de márgenes de ganancias de las grandes empresas del sector formal de la economía. Si, como consecuencia de la política antiinflacionaria, las empresas públicas registraban grandes déficit, no había razón de preocuparse: ¿acaso las empresas privadas no recurren a fondos externos para financiarse? El déficit del sector público tampoco era de cuidado, gran parte de éste era puramente contable.

Por otro lado, la creciente deuda externa no ameritaba mayor atención, puesto que el Perú sólo destinaría el 100/o de sus exportaciones al servicio de ésta. Más aún los papeles de la deuda peruana se negociaban en los mercados secundarios internacionales con tasas de descuento muy altas; en este contexto, los "*heterodoxos*" a ultranza podrían afirmar que, de la misma manera en que la expansión de la demanda interna era una medida anti-inflacionaria (pues reducía los costos unitarios de producción), el aislamiento del Perú

<sup>17</sup> A nivel anecdótico, se ha utilizado el término "*audacia heterodoxa*" debido a que los responsables del diseño de la política macroeconómica se autodenominaron "*heterodoxos*", y a que un subgrupo del equipo económico, que en algún momento tuvo el control del Instituto Nacional de Planificación, el Ministerio de Economía y del Banco Central, era conocido con el nombre de "*los audaces*".

de la comunidad financiera internacional habría resultado en una ganancia de capital para el país, pues el precio de los pasivos internacionales había disminuido.

Esta conceptualización "*heterodoxa*" de la macroeconomía era la prevaleciente en algunos miembros del equipo económico del gobierno. En este contexto, resultaba poco probable que el gobierno enfrentase de manera coherente algunos de los desequilibrios que se habían hecho presentes en la economía. Con los antecedentes de un crecimiento récord en 1986, de un incremento significativo en las remuneraciones reales, de la reducción en la tasa de inflación y de, mal que bien, haber manejado la restricción de divisas, el panorama para 1987 era alentador o, por lo menos, no pesimista. Efectivamente, al revisar las proyecciones con respecto a la evolución futura de las principales variables macroeconómicas, realizadas tanto por simpatizantes como por economistas que discrepaban con la estrategia "*heterodoxa*", se aprecia que la mayoría de ellas subvaluaron la pérdida de reservas, el incremento de la tasa de inflación y el déficit fiscal que se producirían en 1987<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Para el crecimiento del PBI, Apoyo proyectaba 4.4/6.00/o, Macroconsult 4.4/5.60/o; las estimaciones oficiales eran de 6.0/7.00/o, y el crecimiento real fue de 6.00/o. Para la inflación, las proyecciones de Apoyo eran 85/100/o, las de Macroconsult 50/o, las oficiales 45/o y la inflación observada fue de 114/o. La variación en millones de dólares de las Reservas Internacionales netas estimada por Apoyo era de -305, por Macroconsult de -655, por las entidades oficiales de +137 y la observada fue de -915. Los ingresos del gobierno central como proporción del PBI proyectados por Apoyo eran de 14.10/o, por Macroconsult de 12.10/o y por las entidades oficiales de 12.50/o, mientras la cifra real fue finalmente de 8.70/o.

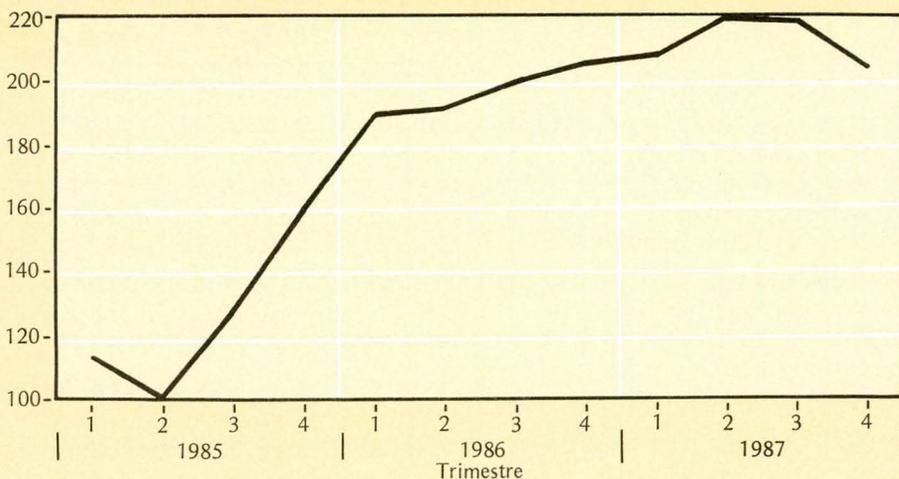
### III. LOS DESEQUILIBRIOS Y SUS INTERRELACIONES DURANTE 1987

Al realizar un balance de corto plazo entre los costos incurridos y los objetivos alcanzados por la política económica podría considerarse que 1986 fue un año con efectos positivos. Como se ha visto, los resultados inmediatos fueron espectaculares y acarrearón costos que no se tradujeron inmediatamente en cuellos de botella insalvables. Es en este contexto que debe explicarse el comportamiento del gobierno de no querer introducir modificaciones sustanciales en la estrategia original, con el deseo de repetir el esquema de los dieciocho meses anteriores.

Sin embargo, tal como se mencionó anteriormente, a finales de 1986, la economía peruana presentaba cuatro áreas-problema que podían frustrar la intención del gobierno: el nivel de reservas internacionales, el déficit fiscal, la capacidad instalada y la inflación reprimida. El objetivo de esta sección es presentar un marco conceptual que, enfatizando el rol del desbalance fiscal y de la política monetaria pasiva, permita analizar cómo la propia dinámica del modelo y las interrelaciones existentes entre estas cuatro variables dieron lugar a que los desequilibrios macroeconómicos surgieran con mayor fuerza durante 1987, provocando el inicio de la aceleración de la tasa de inflación.

Durante los primeros 18 meses del gobierno aprista, la oferta de liquidez real en moneda nacional aumentó 1050/o (ver Gráfico 6) como producto del crecimiento en la base monetaria (o emisión primaria), de la re-

GRAFICO 6  
PERU: LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO 1985 - 1987  
(Indice base 1985 = 100)  
Cifras trimestrales desestacionalizadas



Fuente: BCR

ducción en la inflación y del aumento en el multiplicador bancario durante 1986. Como se puede apreciar en el Cuadro 5, la expansión de la emisión primaria se debió principalmente a factores externos, es decir, al incremento de las reservas internacionales en poder del Banco Central<sup>19</sup>. Por otro lado, el multiplicador aumentó debido a la reducción en la tasa media de encaje. El consecuente exceso de liquidez fue básicamente canalizado hacia el consumo privado sin originar mayores presiones inflacionarias debido al exceso de capacidad ociosa y al estricto control de precios<sup>20</sup>.

<sup>19</sup> Durante el período julio 1985 - marzo 1986, las reservas internacionales netas en poder del Banco Central se incrementaron en 58,70%. Asimismo, cabe notar que la monetización de los certificados bancarios denominados en moneda extranjera en poder del público, producto del proceso de desdolarización de la economía, condujo a una restructuración de los pasivos del BCR, la cual incrementó la emisión primaria.

CUADRO 5  
PERU: VARIACION EN LAS  
CUENTAS MONETARIAS DEL BCR  
(En millones de intis)

	1985-86	1987
PASIVOS BCR		
Emisión primaria	32169	41432
Obligaciones en M/E	-6517	5163
ACTIVOS BCR		
Fuentes Externas	3265	-12346
* RIN	2476	-11930
Crédito Interno	22387	58941
* Sector público	3261	24064

Fuente: Banco Central de Reserva.

Nota: La primera columna se refiere al crecimiento durante el período junio 1985 - diciembre 1986.

<sup>20</sup> Parte del exceso de oferta de liquidez también fue dirigido a la compra de activos financieros denominados en moneda nacional; por ejemplo, el índice bursátil de la Bolsa de Valores de Lima se incrementó en 9190% entre julio de 1985 y diciembre de 1986.

**CUADRO 6**  
**PERU: OPERACIONES DEL SECTOR PUBLICO**  
**NO FINANCIERO**  
**COMO PORCENTAJE DEL PBI**

	1985	1986	1987
Ingresos corrientes	53.80	41.32	33.19
Gastos corrientes	49.89	41.27	36.34
Ahora en cuenta corriente	3.91	0.05	-3.15
Ingresos de capital	0.63	0.38	0.39
Gastos de capital	7.52	6.76	5.61
Déficit del sector público	-2.99	-6.32	-8.37
Financiamiento externo	4.93	3.13	1.77
Financiamiento interno	-1.95	3.19	6.60

Fuente: BCR.

En contraste con los 18 meses anteriores, durante 1987 el crecimiento de la liquidez real (14.90/o), se explica en gran parte por el financiamiento inorgánico del déficit del sector público no financiero y el subsidio cambiario otorgado por el Banco Central (es decir, la pérdida originada por el diferencial existente entre los tipos de cambio para la exportación e importación). Efectivamente, la expansión de la liquidez durante este año se explica casi íntegramente por el crecimiento de la base monetaria (el multiplicador se mantuvo casi constante). Más aun, al analizar las fuentes de crecimiento de la emisión primaria (ver Cuadro 5), se puede apreciar que el incremento del crédito al sector público no financiero constituyó el 51.60/o del crecimiento del total de activos del BCR. Claramente, entonces, el déficit fiscal y la política monetaria acomodaticia jugaron un rol crucial en el desempeño macroeconómico del país durante 1987.

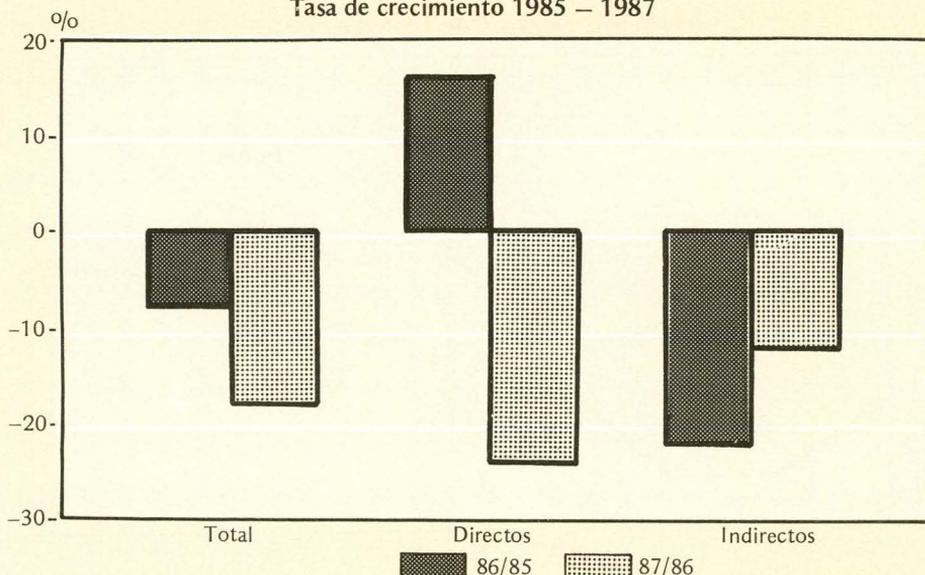
El déficit fiscal en 1987 ascendió a 8.370/o del PBI (ver Cuadro 6).

Esta abultada cifra puede considerarse como parte del costo diferido de la reducción de la inflación y el crecimiento de la economía logrados en 1986. Efectivamente, el impacto de la restructuración tributaria de los 18 meses anteriores se dejó sentir en toda su magnitud durante este año; al no producirse la sustitución de impuestos indirectos por impuestos directos y selectivos, los ingresos tributarios del gobierno central se redujeron en 17.40/o (ver Gráfico 7). Más aun, la recaudación de impuestos a los combustibles disminuyó 35.30/o en términos reales al mantenerse congelados los precios de éstos<sup>21</sup>. Evidentemente, el déficit de 1987 no se debió a un aumento significativo de los gastos, sino a una reducción de los ingresos.

El elevado déficit del sector público y sus requerimientos de financiamiento interno se reflejaron en la evolución de crédito neto real del sis-

<sup>21</sup> Desde finales de la década de los setenta el impuesto a los combustibles fue un rubro importante dentro de los ingresos del gobierno.

GRAFICO No. 7  
PERU: INGRESOS TRIBUTARIOS REALES  
Tasa de crecimiento 1985 – 1987



Fuente: BCR.

tema bancario a este sector. Como se puede apreciar en el Gráfico 8, durante 1987 el crédito neto real al sector público mostró un crecimiento sostenido desde enero. Esto llevó a que el stock de crédito neto real a este sector creciese en 144% durante este año, mientras que el crédito real al sector privado disminuyó en 6.8%. Estas cifras pueden tomarse como un indicador del “efecto desplazamiento” (“crowding out”) del déficit fiscal.

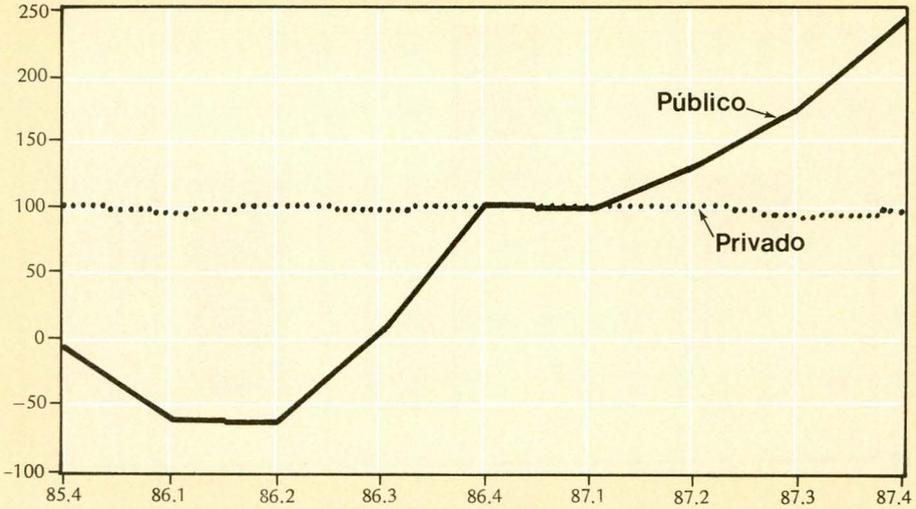
Como se mencionó anteriormente, un factor que adquirió importancia como fuente de crecimiento de la emisión primaria, sobre todo en los dos últimos trimestres de 1987, fue el subsidio cambiario del Banco Central. En el Gráfico 9 se presenta la evolución del diferencial entre el tipo de cambio exportador e importador

durante 1987. Con respecto a su efecto sobre el crecimiento de la emisión primaria, cabe notar que durante el segundo semestre de 1987, ésta creció en 62%; de este crecimiento, el 13.2% correspondió al subsidio cambiario<sup>22</sup>.

Debe quedar claro, entonces, que la continua y creciente necesidad de financiar internamente al sector público no financiero, aunada a los efectos monetarios del subsidio cambiario del Banco Central, condujo a un crecimiento acelerado de los pasi-

<sup>22</sup> Durante este semestre, el crédito del BCR al sector público se incrementó en 19.228 millones de intis, lo cual representa el 63.7% del crecimiento de la emisión primaria durante este período. Por lo tanto, durante el segundo semestre de 1987, el financiamiento inorgánico del sector público no financiero y el subsidio cambiario del BCR explican el 76.9% del crecimiento de la base monetaria.

GRAFICO 8  
 PERU: CREDITO REAL A LOS SECTORES PUBLICO Y PRIVADO  
 1985 – 1987  
 (Indices trimestrales, base 1986. IV = 100)



Fuente: BCR del Perú.

vos del BCR (y de la base monetaria) y a una restructuración en la composición de los activos del Banco Central en favor del sector público (con reducción del crédito al sector privado) durante 1987.

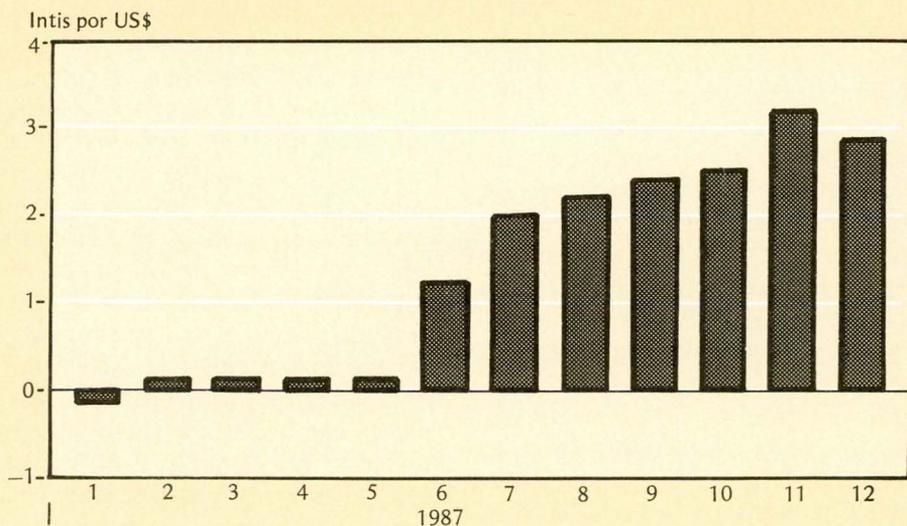
Por otro lado, la persistente caída en las tasas de interés en términos reales y el relativo estancamiento de la producción a partir del primer trimestre de 1987 no condujeron a un incremento en la demanda por dinero que permitiese acomodar totalmente la creciente liquidez de la economía en la forma de mayores saldos reales. Así mismo, la reducción en el crédito al sector privado no favoreció un mayor crecimiento de la producción. Estos desequilibrios monetarios llevaron a que la velocidad de circulación del dinero se acelerara durante 1987 (ver Gráfico 10).

La existencia de tasas reales de interés cada vez más negativas llevó a que el ahorro financiero en moneda nacional se redujese en 190% en términos reales durante este año. Al respecto, cabe notar que la caída del ahorro fue mayor en el sistema bancario (220%) que en el sistema no bancario (110%); esto último constituye un indicador de la incertidumbre generada por la Ley de Estatización de la Banca propuesta por el presidente en julio de 1987<sup>23</sup>. Así mismo, la incertidumbre y desconcierto que surgieron como consecuencia del anuncio presidencial también se vieron reflejados en el mercado de valores: el índice bursátil de la

<sup>23</sup> Efectivamente, del total de la caída del ahorro real en el sistema bancario durante el año 1987, 50% de ésta se produjo durante los últimos cinco meses del año.

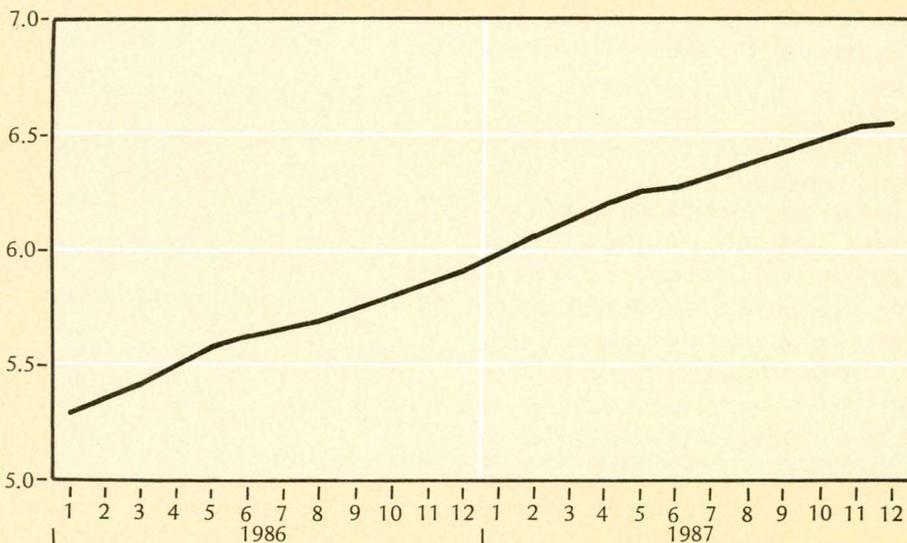
GRAFICO 9  
PERU: SUBSIDIO CAMBIARIO 1987

(Diferencial entre los tipos de cambio promedio exportador y al importador)



Fuente: Informe Económico, INE. 1988.

GRAFICO 10  
PERU: VELOCIDAD DE CIRCULACION DEL DINERO  
1986 – 1987



Fuente: Banco Central de Reserva.

bolsa de Lima cayó en 160% entre julio y diciembre de 1987<sup>24</sup>.

En este contexto, el desequilibrio en el mercado monetario (esto es, el exceso de oferta de dinero) se tradujo rápidamente en una mayor demanda por activos denominados en moneda extranjera (v. gr., dólares) y por bienes y servicios. Dado el control de cambios existente en el mercado de divisas, la mayor demanda por dólares repercutiría en el nivel de reservas internacionales del país y en la evolución del tipo de cambio en el mercado "paralelo". Por otro lado, el grado en que el incremento en la demanda agregada se reflejara en una expansión de la producción o en una aceleración de la inflación dependería esencialmente de la capacidad de respuesta del aparato productivo; es decir, del nivel de utilización de la capacidad instalada y de la posibilidad de importar los insumos requeridos. A continuación se analizan cada uno de estos mercados.

Con respecto a los efectos del desequilibrio monetario en el mercado cambiario, en el Gráfico 11 se puede apreciar que a partir de mayo, el diferencial entre el dólar "paralelo" (sujeto a la oferta y demanda) y el dólar "financiero" (fijado por el Banco Central) se incrementó significativamente, llegando a 600% a mediados de año. Este diferencial refleja el efecto del exceso de liquidez sobre los precios en el mercado cambiario<sup>25</sup>. Como respuesta a la creciente

brecha entre el dólar "paralelo" y el financiero, y a la progresiva presión sobre la balanza de pagos, en julio se produjo una devaluación del 300% en el mercado financiero y se redujo el diferencial entre ambos tipos de cambio. Sin embargo, el continuo crecimiento de la liquidez, la aceleración de la inflación y la existencia de tasas reales de interés negativas en el sistema financiero (es decir, el desequilibrio en el mercado monetario debido al exceso de oferta de dinero), llevaron a que la presión sobre el mercado cambiario continuase. Es así que entre agosto y diciembre de 1987, el diferencial entre los dos tipos de cambio se fue incrementando (llegando nuevamente a 600%) y las reservas internacionales netas del sistema bancario disminuyeron en 90.40% durante el segundo semestre del año.

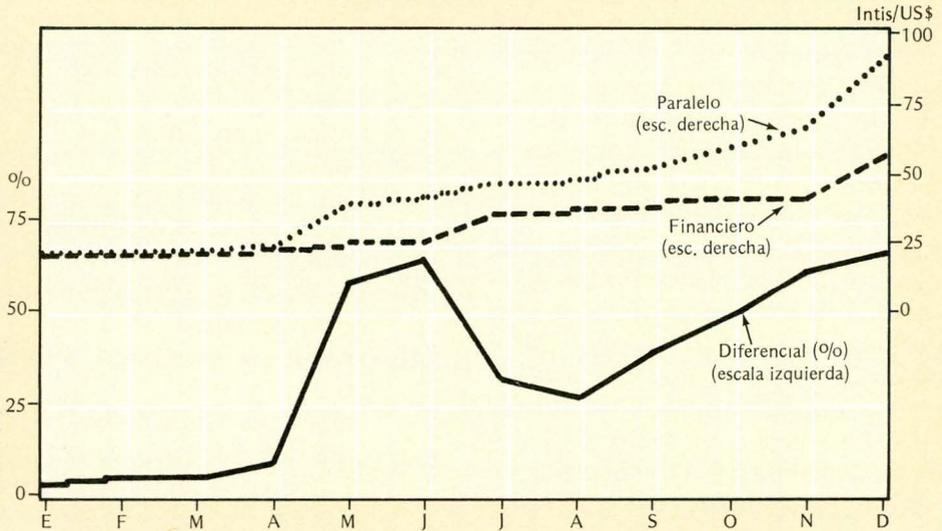
Con respecto a los efectos del desequilibrio monetario sobre el mercado de bienes, cabe señalar que el incremento en la demanda interna causado por el exceso de liquidez provocó tres tipos de efectos agregados: crecimiento, inflación y presión sobre la balanza de pagos. En la medida en que existían sectores con capacidad ociosa y disponibilidad de divisas en el Banco Central, incrementos en la demanda llevaron a mayores niveles de producción. Sin embargo, la presencia de algunos cuellos de botella sectoriales produjeron inevitablemente un incremento en la tasa de inflación. Por ejemplo, para el caso de los fabricantes de insumos básicos (siderurgia, papel, química, refinería,

<sup>24</sup> Es importante notar que el índice bursátil ya había comenzado su descenso en febrero de ese año, por lo cual este mercado no constituyó una alternativa rentable para colocar el exceso de saldos monetarios durante 1987.

<sup>25</sup> Claramente, el primer efecto del exceso de liquidez sobre el mercado cambiario no fue in-

crementar el tipo de cambio sino presionar sobre el nivel de reservas internacionales. Al respecto, durante el primer semestre de 1987, las reservas internacionales netas del sistema bancario se redujeron en 18.30%.

GRAFICO 11  
PERU: TIPOS DE CAMBIO "PARALELO" Y "FINANCIERO" 1987  
(Intis por US\$ y porcentajes)



Fuente: Banco Central de Reserva.

cemento, etc.), durante este año se llevó al máximo de su capacidad instalada<sup>26</sup>. Claramente, mayores niveles de demanda agregada condujeron a una aceleración en la tasa de crecimiento de los precios de estos productos y a que la producción nacional de estos sectores tuviese que ser complementada con importaciones. Por otro lado, el incremento en la actividad productiva de los sectores con capacidad ociosa expandió la demanda por insumos y bienes de capital importados. Más aún el incremento en la demanda interna, au-

nado al sesgo anti-exportador, redujo los niveles de exportaciones no tradicionales. Estos factores, junto con la escasa posibilidad de captar ahorro externo, conllevaron a la reducción en el nivel de reservas internacionales del país.

La aceleración de la tasa de inflación, junto con el incremento del dólar "paralelo", crearon las expectativas necesarias para que la demanda por dinero se redujese fuertemente<sup>27</sup>. El consecuente incremento en

<sup>26</sup> Los datos del BCR sobre utilización de la capacidad instalada durante 1987, son los siguientes:

	Enero o/o	Julio o/o	Octubre o/o
Papel	98.1	99.6	95.1
Química Indust.	75.7	97.6	89.5
Cemento	70.7	93.3	96.8
Metálica Básica	92.0	93.1	96.2

<sup>27</sup> Diversos estudios sobre demanda por dinero muestran que ésta es altamente elástica con respecto al costo de mantener dinero. Ver entre otros, P. Dancuart y J. Aramburú, "Estimación de la demanda de dinero en el Perú: 1970-1980", Tesis, Universidad del Pacífico, Lima, 1980. H. Janada, "La demanda de dinero en el Perú", Tesis, Universidad del Pacífico, Lima 1985. J. Cortés, "Test de estabilidad de parámetros: una aplicación a la demanda de dinero en el Perú", Trabajo de investigación, Universidad del Pacífico, Lima, 1987.

la tasa de inflación y en la pérdida de reservas internacionales pudo haber llevado a la reducción en la cantidad real de dinero en la economía y, por lo tanto, a la eliminación del desequilibrio monetario. Sin embargo, el creciente déficit fiscal y el mayor subsidio cambiario llevaron a que se produjera un aumento continuo y creciente en la oferta nominal de dinero, retroalimentando y acelerando el proceso inflacionario. Claramente, entonces, el financiamiento inorgánico del déficit del sector público y el subsidio cambiario del Banco Central fueron los factores que precipitaron la crisis que se produjo a finales de 1987. Esta crisis, producto del exceso de demanda en la economía, se expresó básicamente en la aceleración de la inflación y en la pérdida de reservas internacionales del país. A continuación se analiza en mayor detalle esta conclusión.

Con respecto a las causas de la aceleración de la inflación es importante referirse al modelo de precios utilizado por el enfoque "heterodoxo"; el cual parte de una concepción de la formación de precios por el lado de los costos. La ecuación utilizada para estimar la tasa de inflación incluye como variables explicativas a las tasas de crecimiento de los denominados "precios básicos" (salario nominal, tipo de cambio y tasa de interés), la tasa de inflación del período anterior y la variación de la "tasa de ganancia" del empresario. Después de algunas transformaciones y expresando la relación en términos de tasas de crecimiento, se llega a la siguiente ecuación<sup>28</sup>.

$$\hat{P}_t = 0.5 (a.\hat{w} + b.\hat{e} + vti + \hat{P}_{t-1} + vmu - \hat{PML})$$

donde:

- $\hat{X}$  Variación porcentual en la variable X.  
 P Índice de precios.  
 w Salarios nominales  
 e Tipo de cambio  
 vti Variación en la tasa de interés nominal  
 vmu Variación en el margen unitario de ganancia  
 PML Productividad media del trabajo  
 a Parámetro estimado en 0.7  
 b Parámetro definido como (1-a), por lo tanto, igual a 0.3.

Remplazando en la ecuación anterior los datos trimestrales de las va-

CUADRO 7  
PERU: ESTIMACIONES DE LA  
TASA DE INFLACION

	Predicción de Inflación o/o	Inflación Observada o/o
1986:1	10.94 + 0.5 vmu	13.48
1986:2	12.34 + 0.5 vmu	12.89
1986:3	13.62 + 0.5 vmu	12.40
1986:4	11.63 + 0.5 vmu	12.00
1986	58.07 + f(vmu)	61.31
1987:1	13.47 + 0.5 vmu	17.25
1987:2	17.33 + 0.5 vmu	18.53
1987:3	15.93 + 0.5 vmu	20.86
1987:4	25.21 + 0.5 vmu	22.66
1987	93.50 + f(vmu)	106.00

Nota: vmu: variación en el margen unitario de ganancia.

<sup>28</sup> Ver Instituto Nacional de Planificación, op. cit., 1987.

riables explicativas para los años 1986 y 1987 (con la excepción de la variación en el margen de ganancia), se obtienen los resultados mostrados en el Cuadro 7. Suponiendo, tal como se hace en el libro "El Perú heterodoxo", que la variación del margen unitario de ganancia es constante a lo largo de cada año, se concluye que el crecimiento de la tasa de ganancia requerido para compatibilizar la predicción de inflación del modelo con la observada en 1986 es de 0.79 puntos porcentuales por trimestre, incremento similar al supuesto en "El Perú Heterodoxo" para este año. En cambio, para 1987, el incremento en el margen de ganancia necesario para la compatibilización mencionada es de 3.8 puntos porcentuales por trimestre. En otras palabras, el margen debería haber crecido en 16 puntos porcentuales durante el año 1987. Esta observación puede tomarse como una corroboración del diagnóstico de la presencia de un exceso de demanda generalizado en la economía peruana durante ese año<sup>29</sup>

Con respecto a la pérdida de reservas, es interesante analizar en mayor detalle cuál es su interrelación con otras variables externas y domésticas, sobre todo destacando aquellas que están estrechamente vinculadas con la política económica del gobierno, vale decir: política cambiaria, comercial y déficit fiscal. Para determinar el efecto de cada una de estas políticas sobre el nivel de reservas, se estimó una ecuación donde la variable dependiente es el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos co-

mo porcentaje del PBI (BCCY) y las variables explicativas son el tipo de cambio real (TCR), un índice de política comercial (POLCOM)<sup>30</sup>, el déficit del sector público como porcentaje del PBI (DEFY) y dos variables externas: términos de intercambio (TT) y la tasa de crecimiento de los países industrializados (CREIND)<sup>31</sup>. La estimación para el período 1960-1987 se presenta a continuación.

$$\begin{aligned} \text{BCCY} = & -81.31 + 9.04 \text{ Log}(\text{TCR}) \\ & (-4.62) \quad (4.42) \\ & + 3.64 \text{ Log}(\text{POLCOM}) + \\ & (3.87) \\ & -1.03 \text{ DEFY} + 8.73 \text{ Log}(\text{TT}) + \\ & (-5.81) \quad (2.99) \\ & + 0.72 \text{ CREIND} \\ & (3.38) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.79 \quad \text{D.W.} = 1.73 \quad F = 16.60$$

Los resultados de la regresión son bastante aceptables. En todos los casos, los coeficientes estimados son estadísticamente significativos y el signo de estos es el esperado. El coeficiente del tipo de cambio real indica que un incremento del 100% en esta variable conduce a una reducción del déficit en cuenta corriente de la ba-

<sup>30</sup> El índice de política comercial es igual al producto de los índices de precios internos de los bienes exportables e importables dividido por los índices de precios externos correspondientes. Por lo tanto, este índice capta los efectos de los subsidios, aranceles y cualquier medida para-arancelaria que afecte los flujos de comercio internacional.

<sup>31</sup> Tanto el índice de política comercial como el tipo de cambio real han sido expresados en logaritmos naturales; las cifras entre paréntesis son estadísticos "t".

<sup>29</sup> Más aún, podría argüirse que la presión de demanda afectó a los "precios básicos" (salarios y tipo de cambio) que en este enfoque se consideran como presiones de costos.

lanza de pagos equivalente a 0.90% del PBI. El coeficiente del índice de política comercial señala que un incremento de 10% en el valor del índice provoca una reducción del déficit en cuenta corriente equivalente a 0.36% del PBI. El coeficiente del déficit fiscal muestra la existencia de una relación inversa entre éste y la balanza de pagos; específicamente, un incremento del déficit fiscal del 10% del PBI lleva a un incremento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de la misma magnitud. Finalmente, los coeficientes de los términos de intercambio y el crecimiento de los países industrializados muestran la relación directa de estas variables con las cuentas externas del país.

Estos resultados confirman la importancia del déficit fiscal y la política cambiaria en la evolución de la balanza de pagos. Específicamente, en el año 1987, el creciente déficit fiscal y la apreciación del tipo de cambio real indujeron un fuerte deterioro de las cuentas externas. Este sólo fue parcialmente compensado por la política comercial (sobre todo la para-arancelaria) y por los shocks externos favorables que se registraron durante este año (v. gr., la mejora de los términos de intercambio y la aceleración en el crecimiento de los países industrializados).

#### IV. EFECTOS DE LA POLITICA MACROECONOMICA DURANTE 1987

En la sección anterior se presentaron la evolución y las interrelaciones entre los principales desequilibrios macroeconómicos durante 1987. Allí se enfatizó la importancia del

déficit fiscal y de la política monetaria acomodaticia en el proceso de aceleración de la inflación y de pérdida de reservas internacionales. En lo que sigue se analiza en mayor detalle el impacto de la política económica sobre el comportamiento de la economía, poniendo énfasis en la evolución de la actividad económica global y sectorial, y sus efectos sobre el nivel de inversión, el comportamiento del sector externo y la inflación.

El crecimiento del producto bruto interno durante 1987 presenta una tendencia hacia el estancamiento. Si bien la tasa de crecimiento anual se estima en 6.00%, el comportamiento del producto trimestral desestacionalizado (ver Gráfico 3) muestra claramente que el incremento en la producción durante 1987 con respecto al nivel alcanzado en el cuarto trimestre de 1986 fue mínimo; efectivamente, 1987 se presenta como un año "meseta"<sup>32</sup>. Es evidente que este comportamiento está estrechamente relacionado con la evolución de las restricciones analizadas en la sección anterior.

A nivel sectorial, el crecimiento del PBI en 1987 mantuvo una dinámica parecida a la de 1986; al igual que en ese año, el crecimiento de la producción estuvo basado en los sectores manufactura, construcción y comercio. Por otro lado, sólo los sectores agropecuario y minero presentaron incrementos en sus tasas de crecimiento (ver Cuadro 3).

El crecimiento del sector agropecuario, al igual que en 1986, se basó

<sup>32</sup> El índice del PBI desestacionalizado pasó de 115.7 en el cuarto trimestre de 1986 a 117.0 en el cuarto trimestre de 1987.

principalmente en el desarrollo del subsector pecuario (10.50% de crecimiento durante el año). Dentro del sector pecuario, cabe destacar el crecimiento de la producción de carnes de ave (21.30%) el cual se debió a los mayores niveles de demanda interna. En el caso del subsector agrícola, éste incrementó su tasa de crecimiento a 4.50% en 1987, lo cual refleja los cuantiosos recursos financieros recibidos por este subsector en la primera mitad del gobierno aprista. Durante este año, el Fondo Nacional de Reactivación Agropecuaria y Seguridad Alimentaria (FRASA) cumplió un rol muy activo en la transferencia de recursos financieros a los agricultores vía subsidios a los fertilizantes, precios de garantía y de refugio para una serie de productos (por ejemplo, fríjol, trigo y sorgo) y compra parcial de productos agrícolas priorizados (por ejemplo, maíz amiláceo, papa, trigo, cebada, quinua, haba y arveja). Por otro lado, la cantidad demandada de algunos de estos productos no se vio reducida debido a los subsidios al consumidor canalizados a través de las empresas estatales ENCI y ECA-SA. La fuente de financiamiento del FRASA fueron las utilidades obtenidas de la importación de alimentos realizadas por ENCI a un tipo de cambio preferencial.

Por otro lado, el Banco Agrario canalizó un fuerte subsidio crediticio al agro, el que fue financiado en gran parte por transferencias directas del Banco Central. Dicho subsidio fue equivalente a 1.60% del PBI en 1987 (éste mide el costo de prestar dinero a tasas de interés reales negativas). El subsidio cambiario otorgado al sector agrícola fue considerable, en 1986 representó el 0.20% del PBI y en

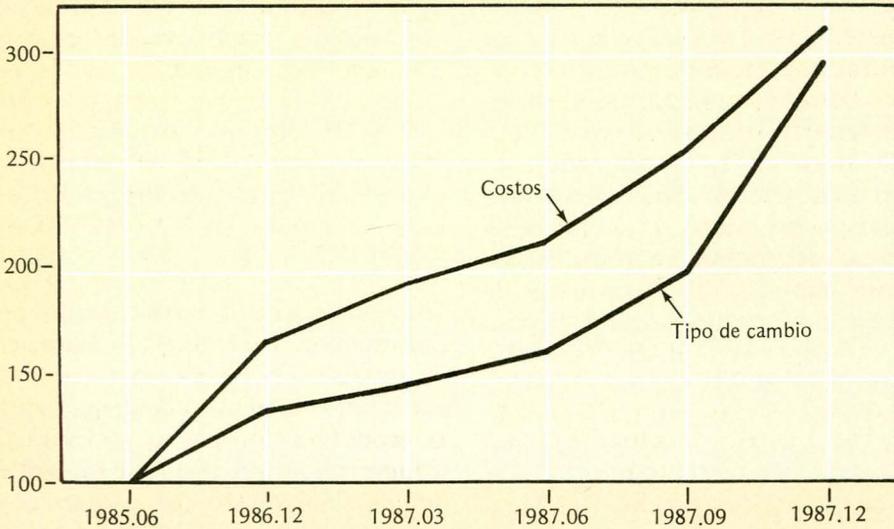
1987 se elevó a 0.60% del producto, representando en este año casi una cuarta parte del subsidio cambiario estimado por el Banco Central para toda la economía<sup>33</sup>. La contraparte del subsidio cambiario fue el sesgo antiexportador, inducido por la política cambiaria, que afectó a los productos agrícolas de exportación tradicional. Al respecto, el valor de las exportaciones de algodón, azúcar y café se redujo en 47.30% durante 1987<sup>34</sup>.

Con respecto a la evolución del sector minero, su tendencia decreciente durante los últimos años se debe en gran parte al comportamiento de la producción petrolera. Esta baja en la producción de crudo se explica principalmente por el agotamiento de las reservas petrolíferas del país, situación generada por los bajos niveles de inversión en exploración y desarrollo. La insuficiente actividad de exploración estuvo estrechamente relacionada con la política de precios de combustibles del gobierno. Efectivamente, como consecuencia del retraso artificial en el crecimiento de los precios de los combustibles aplicada desde julio de 1985, Petroperú ha transferido ingentes recursos hacia los consumidores, descapitalizándose y arrojando una pérdida en 1987 equivalente al 70% de la pérdida

<sup>33</sup> El subsidio cambiario ha sido estimado como el diferencial entre el tipo de cambio aplicable a exportaciones no-tradicionales prioritarias y el tipo de cambio utilizado para las importaciones de productos e insumos agrícolas, multiplicado por el valor de las importaciones agrícolas. Ver J. Escobal, "Analysis of mayor agricultural policies in Perú: 1985-1987", *Mimeo*, GRADE, 1988.

<sup>34</sup> La reducción en el valor de las exportaciones de café, también se debe a la caída en la cotización internacional de este producto (-39%).

GRAFICO 12  
PERU: COSTOS Y TIPO DE CAMBIO MINEROS  
Indices, base Junio 1985 = 100



fuente: Sociedad Nacional de Minería y Petróleo.

global de las empresas públicas no-financieras del país. Esta progresiva pérdida de ingresos no permitió que se realizaran nuevas exploraciones, dando lugar a la disminución paulatina del nivel de reservas probadas. Es así como la producción petrolera trimestral descendió en 15.20% entre el último trimestre de 1986 y el cuarto trimestre de 1987 (de 16.260% a 13.79 millones de barriles).

A diferencia del caso del petróleo, la producción de minerales metálicos aumentó durante 1987 y el PBI del sector minero, excluyendo petróleo, creció en 4.90%. Este crecimiento fue estimulado principalmente por el incremento generalizado en las cotizaciones internacionales<sup>35</sup>. En con-

<sup>35</sup> Durante 1987, las cotizaciones internacionales promedio del cobre, la plata, el zinc y el plomo crecieron en 35.30%, 29.10%, 9.30% y 47.30%, respectivamente.

traste con la evolución favorable de los precios internacionales, la política cambiaria nominal no llevó a que la devaluación del tipo de cambio nominal cubriese el fuerte incremento de los costos de producción mineros. Efectivamente, al comparar el crecimiento del índice de costos mineros con el del tipo de cambio aplicable a las exportaciones de la pequeña y la mediana minería (Gráfico 12), se observa el gran diferencial que se registró entre ambos indicadores; el cual llegó a su máximo en septiembre de 1987, cuando alcanzó 60 puntos porcentuales (en diciembre de 1987 el diferencial se redujo a 15 puntos debido a la devaluación de ese mes). Esta brecha muestra el efecto negativo de la política cambiaria sobre la competitividad de las exportaciones tradicionales del país durante la primera mitad del gobierno aprista.

Los incrementos en las cotizaciones internacionales de las principales exportaciones de metales permitieron contrarrestar los efectos de la política cambiaria y condujeron a un incremento en la rentabilidad de las exportaciones de minerales, cuyo valor FOB se incrementó en 10.80%. Cabe notar, sin embargo, que mientras el atraso cambiario afectó en forma similar a todas las exportaciones mineras, la mejora en las cotizaciones internacionales tuvo efectos diferenciados para los distintos productos<sup>36</sup>.

En contraste con el escaso crecimiento de la minería y como consecuencia directa del crecimiento de la demanda interna, el sector fabril fue uno de los que presentó mayor dinamismo en la economía. Sin embargo, a diferencia de 1986, la respuesta de la oferta no fue similar al impulso de la demanda, produciéndose en algunos subsectores desabastecimiento por agotamiento de capacidad instalada (como en el caso de la industria básica revisado anteriormente). Efectivamente, en 1987 se apreció una desaceleración en el ritmo de crecimiento industrial, el cual se ubicó en 7.50%, frente a 17.80% en 1986.

El sector industrial registró tasas positivas de crecimiento durante los primeros tres trimestres del año. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 1987 el producto industrial cayó (ver Gráfico 13), señal de las mayores trabas y dificultades en el abastecimiento de materia prima, restricciones crecientes en el uso de las divisas para importar insumos y copamiento

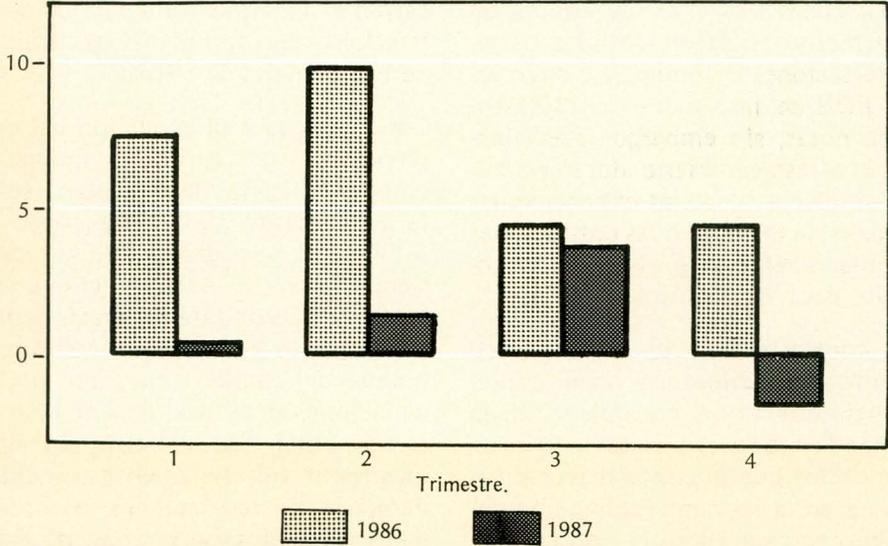
de la capacidad instalada. Teniendo en cuenta el fuerte efecto multiplicador que tiene este sector sobre el resto de la economía, estas cifras indicarían el agotamiento del modelo heterodoxo de crecimiento generalizado hacia finales de 1987.

Con respecto a la evolución del empleo (ver Gráfico 14), el índice de empleo en Lima Metropolitana señala que durante 1987, éste creció en 5.70% con respecto al año anterior, siendo el sector industrial el que presentó la mayor tasa de crecimiento. En términos generales, el comportamiento del empleo tiende a seguir las variaciones en el nivel de actividad de la economía. Sin embargo, sus magnitudes no necesariamente coinciden debido a las restricciones institucionales existentes (v. gr. Ley de Estabilidad Laboral) que impiden una mayor movilidad de este factor. En este sentido, es interesante resaltar que el crecimiento del empleo registrado durante 1987 fue mayor que el de 1986 (4.30%), aunque el incremento del producto fue menor que el de ese año. Este hecho puede tomarse como un indicador de que la flexibilización del mercado laboral, con medidas tales como el Programa Ocupacional de Emergencia (PROEM)<sup>37</sup>, condujo a una reducción del desempleo. Efectivamente, en 1987, del total de personas incorporadas a la actividad productiva, el 28.70% lo hizo bajo la modalidad del PROEM (en contraste, sólo un 6.90% fue contratado como personal estable).

<sup>36</sup> Los precios promedio recibidos por tonelada de exportación de cobre, plomo y zinc subieron en 13.30%, 36.40% y 6.40%, respectivamente. En cambio, el precio promedio recibido por tonelada de exportación de hierro se redujo en 4.90%.

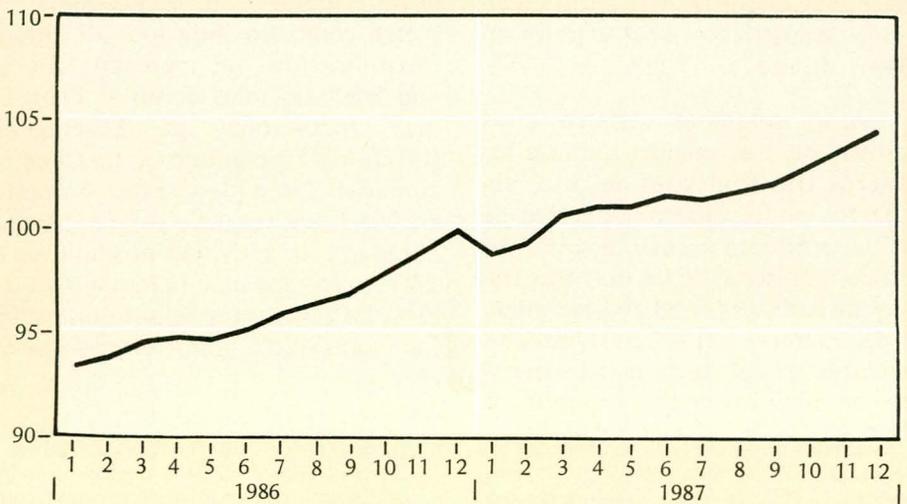
<sup>37</sup> El PROEM fue creado en julio de 1986 con el objetivo de incrementar el empleo al permitir que las empresas de los sectores manufactura, agro, pesca y comercio contraten trabajadores "eventuales" (es decir, no sujetos a la Ley de Estabilidad Laboral).

**GRAFICO 13**  
**PERU: CRECIMIENTO PORCENTUAL DE LA**  
**PRODUCCION FABRIL 1986 - 1987**  
**(Porcentajes)**



Fuente: Banco Central de Reserva.

**GRAFICO 14**  
**PERU: INDICE DE EMPLEO EN LIMA**  
**1986 - 1987**  
**(Base: 1979 = 100)**



Fuente: Informe Económico, INE, 1988.

Con respecto a la capacidad instalada, si bien dentro del plan de mediano plazo del gobierno, 1987 fue definido como el "año de la inversión", y se creó una serie de incentivos para elevar el nivel de inversión privada<sup>38</sup>, la formación bruta del sector público continuó decreciendo. Entre las razones que explican la reducción de la inversión pública se encuentra la contracción en el flujo de créditos externos que tradicionalmente financian los proyectos de este sector.

Por otro lado, la inversión privada no creció tanto como lo esperaba el gobierno. Como se puede apreciar en el Cuadro 3, la tasa de crecimiento de la inversión privada se redujo con respecto a 1986. La desaceleración de la inversión privada se debió en gran parte al incremento en la incertidumbre y, en particular, al anuncio de la estatización del sistema financiero en julio de 1987. Efectivamente, al comparar las tasas de crecimiento de la inversión bruta fija del sector privado de cada semestre de 1987, con respecto al mismo período del año anterior, se evidencia una caída abrupta en el crecimiento de la inversión durante la segunda parte del año.

A pesar de la desaceleración de la inversión, cabe señalar que la inversión bruta privada en 1987 fue significativa. Esto se debió al rápido crecimiento de la economía registrado durante el año anterior y a la fuerte apreciación del tipo de cambio real para las importaciones —el cual se

apreció en 350/o durante los primeros once meses del año—, lo que incentivó la importación de bienes de capital. Al respecto cabe anotar que, a medida que se fue agudizando la restricción de divisas, el incremento de restricciones y trabas burocráticas a la importación redujo el flujo de importaciones de bienes de capital (la importación durante el segundo semestre se redujo en 15.70/o con respecto al primer semestre de ese año). Claramente, este factor también contribuyó a la reducción de la tasa de crecimiento de la inversión privada durante el segundo semestre de 1987.

Aunque las estimaciones para 1987 presentan un crecimiento positivo en la inversión privada (120/o), los factores antes mencionados pudieron haber llevado a que la inversión no se concentrara en los sectores más dinámicos o eficientes de la economía. En otras palabras, las distorsiones introducidas por el manejo arbitrario de precios por parte del gobierno, y la mayor incertidumbre generada por algunas medidas de política y por la retórica del discurso de los gobernantes, pudieron haber causado una ineficiente asignación de recursos. Esto, unido al control de las importaciones mediante trámites y restricciones cuantitativas, dieron como resultado el uso ineficiente de los escasos recursos externos, pues muchas veces no importaba insumos o bienes de capital, la empresa que más necesitaba ampliar su capacidad de oferta, sino aquella que por razones ajenas al mercado tenía acceso a los dólares de importación.

Como se indicó en la sección anterior, uno de los desarrollos más importantes del sector externo durante

<sup>38</sup> Por ejemplo, en 1987 se creó el Fondo de Inversión y Empleo (FIE), mediante el cual el Estado subsidiaría fuertemente a la inversión privada.

**CUADRO 8**  
**PERU: BALANZA DE PAGOS 1985 – 1987**  
 (Millones de US\$)

	1985	1986	1987
I. Balanza en cuenta corriente	125	-1079	-1448
1. Balanza comercial	1172	-65	-463
Exportaciones	2978	2531	2605
Importaciones	1806	2596	3068
2. Balanza de servicios y transporte	-1047	-1014	-985
II. Balanza de capitales*	155	562	642
III. Variaciones en RIN	280	-517	-806
IV. Saldo en RIN	1383	866	68

Fuente: Banco Central de Reserva.

Nota: La Balanza de capitales incluye los errores y omisiones.

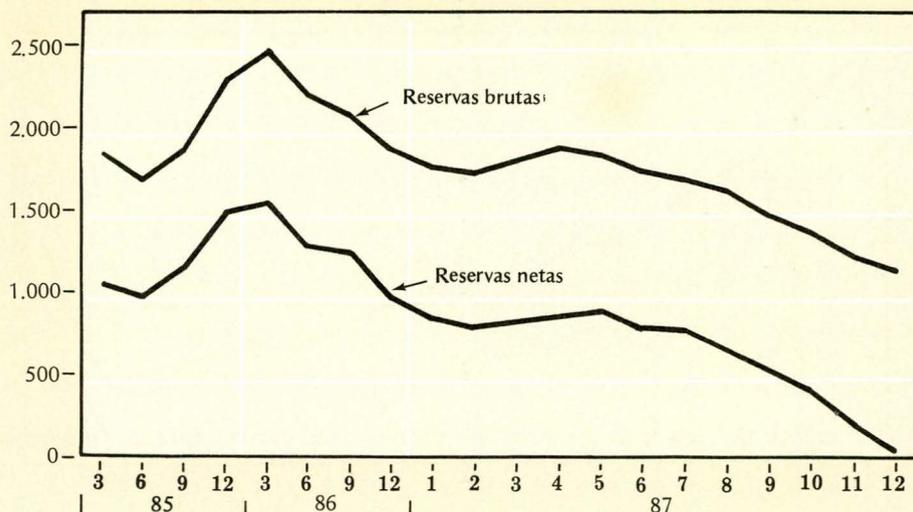
1987 fue la pérdida continua y cada vez más acelerada de las reservas internacionales del país. En el Cuadro 8 se presenta el desarrollo de la balanza de pagos y el Gráfico 15 muestra la evolución de las reservas brutas y netas en poder del Banco Central de Reserva. Como se puede apreciar, durante 1987 el nivel de reservas netas descendió en 806 millones de dólares, mientras las brutas lo hicieron en 731 millones (variaciones diciembre a diciembre). Resulta obvio que el nivel de reservas, que a finales de 1986 no constituía una restricción urgente (las reservas netas alcanzaban para siete meses de importación), pasó a finales de 1987 a constituir una de las limitantes más rígidas para el crecimiento futuro de la economía y uno de los problemas más graves para 1988. Con respecto a este tema, cabe notar que las autoridades económicas desestimaron en repetidas oportunidades la importancia de esta restricción, argumentando que el país todavía tenía margen para seguir creciendo, pues para ellas lo importante no eran las reservas netas, sino las brutas.

Si bien es cierto que a finales de 1987 el país contaba con más de 1.000 millones de dólares en reservas brutas, es importante referirse a su grado de liquidez. Al respecto, se ha estimado que sólo la mitad de ellas podrían utilizarse en el corto plazo. Efectivamente, se tenían alrededor de US\$325 millones en depósitos en el exterior y se podría disponer de US\$255 millones adicionales con operaciones de emergencia (ventas o swaps de oro y plata)<sup>39</sup>. Por lo tanto, el nivel de reservas brutas sobreestimaba la disponibilidad de divisas del país.

Los factores que coadyuvaron el agravamiento de esta situación pueden resumirse en tres: primero, el sesgo antiexportador que, al continuar durante 1987, no permitió incrementar significativamente el volumen de exportaciones. Segundo, el fuerte crecimiento en el volumen de importaciones (34%), el cual fue in-

<sup>39</sup> Más aun, de los activos líquidos en el exterior, un porcentaje de estos eran depósitos que servían de colateral para las escasas líneas de crédito de corto plazo.

GRAFICO 15  
PERU: RESERVAS INTERNACIONALES DEL B.C.R.  
1985 - 1987  
(Millones de dólares)



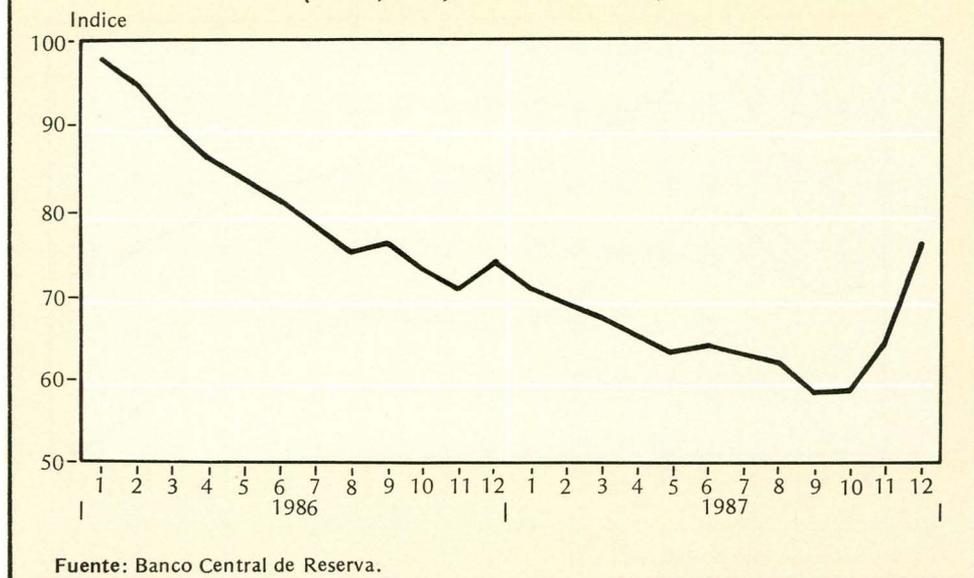
Fuente: Banco Central de Reserva.

ducido por el crecimiento de la economía y la fuerte apreciación del tipo de cambio real para la importación. Estos dos factores llevaron a que el déficit comercial de la balanza de pagos se incrementase significativamente durante este año, pasando de US\$65 millones en 1986 a US\$463 millones en 1987 (ver Cuadro 8). El tercer factor es la insignificante captación de capitales en los mercados financieros internacionales. Efectivamente, durante 1987 el sector público sólo pudo concertar créditos por US\$45 millones de dólares. Esto último se explica en parte por la situación de los mercados financieros internacionales, pero esencialmente se debe a la posición del Perú frente al servicio de su deuda externa. Ante esta realidad, el gobierno trató de detener la caída en el nivel de reservas mediante mayores controles a las im-

portaciones y con devaluaciones encubiertas, al pasar gran número de partidas de un dólar de importación más barato a otro más caro. Sin embargo, estos intentos de control produjeron resultados contrarios a los deseados por las autoridades, pues las expectativas de una mayor devaluación en el futuro (cubierta o descubierta), condujeron a un incremento de stocks de materia prima importada y adquisición de maquinaria en el exterior por parte del sector privado.

Con respecto al sesgo antiexportador, el mantenimiento del ritmo de devaluación por debajo del diferencial entre las tasas de inflación interna y externa se constituyó en su principal factor causal. Efectivamente, la política cambiaria durante 1987 condujo a la sobrevaluación del tipo de cambio; para el caso de las

GRAFICO 16  
PERU: TIPO DE CAMBIO REAL  
1986 - 1987  
(Indice, base julio de 1985 = 100)



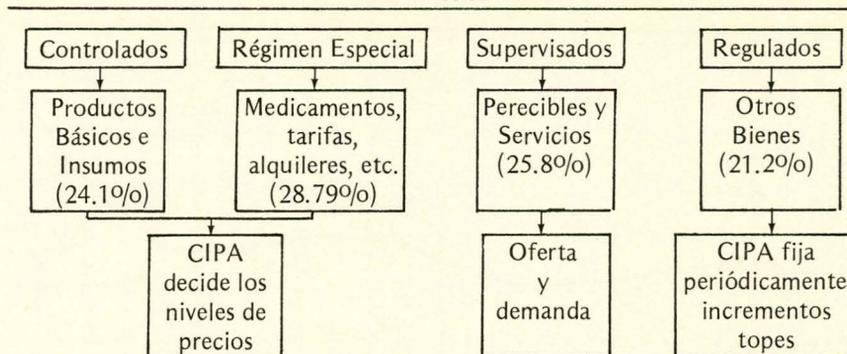
exportaciones, la apreciación del tipo de cambio real durante los primeros diez meses del año alcanzó 18.7% (ver Gráfico 16). Recién a finales de año (octubre y diciembre), se produjeron dos devaluaciones con el objeto de recuperar la competitividad externa de la economía. Sin embargo, estas modificaciones cambiarías no redujeron el rango de tipos de cambio, sino, por el contrario, éste se vió incrementado.

Como se mencionó anteriormente, durante 1987, la inflación se convirtió en uno de los problemas macroeconómicos más graves, pues mostró una fuerte tendencia hacia la aceleración. El congelamiento de precios que había regido desde el inicio del gobierno aprista finalizó formalmente en diciembre de 1986<sup>40</sup>. Luego, a finales de 1986 se modificó el esque-

ma de precios y se creó el Sistema Nacional de Control y Regulación de Precios y Abastecimiento, clasificándose los bienes y servicios de la canasta de consumo en cuatro grupos: controlados, sujetos a régimen especial, regulados y supervisados. La Comisión Interministerial de Precios y Abastecimientos (CIPA) fue la entidad encargada de administrar los precios sujetos a algún tipo de control. En el Cuadro 9 se señalan los bienes

<sup>40</sup> Los precios de los bienes de la canasta de consumo habían sido clasificados en dos grupos: flexibles (49.6%) y administrativos (50.4%). En el grupo "administrados" se incluyeron tanto a los precios directamente controlados por el gobierno (24.9% del total), como a bienes y servicios producidos por el sector privado, cuyos precios fueron congelados por el gobierno (25.5% del total). A modo de referencia, los precios de los bienes flexibles aumentaron en 153.7% entre julio de 1985 y diciembre de 1986, mientras que los administrados crecieron sólo en 54.6%.

CUADRO 9  
PERU: SISTEMA NACIONAL DE CONTROL, SUPERVISION Y  
REGULACION DE PRECIOS Y ABASTECIMIENTOS  
1987



Fuente: Decretos Supremos No. 399-86-EF y No. 400-86-EF.

que corresponden a cada grupo y el sistema de precios que rigió para cada uno. Cabe resaltar que, a partir de este nuevo sistema el gobierno fijó directamente los precios del 53% de los bienes y servicios de la canasta de consumo, y reguló los precios de un 21.20% adicional; por lo que sólo el 25% de los precios de la canasta se rigieron por interacción de las fuerzas del mercado.

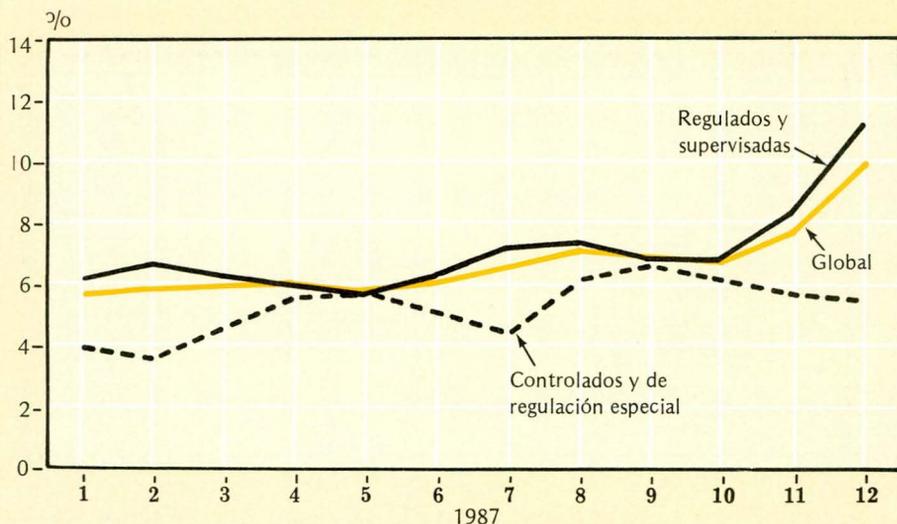
En el Gráfico 17 puede observarse que este sistema creó una distorsión de precios relativos a medida que se acentuó la inflación: todos los precios que de alguna manera fueron fijados por el gobierno fueron rebasados ampliamente por los incrementos en los precios de los bienes y servicios no controlables (los grupos que más crecieron fueron los supervisados y regulados). La distorsión de la estructura de precios relativos también se hace evidente al analizar la evolución de los índices de precios de los grupos de bienes que conforman la canasta de consumo (Cuadro

1)<sup>41</sup>. Al igual que durante los tres últimos trimestres de 1986, los rubros “Alimentos, bebidas y tabaco”, “Alquiler de vivienda, combustible y electricidad” y “Transportes y comunicaciones” siguieron creciendo por debajo de la inflación media<sup>42</sup>. A diferencia de lo ocurrido el año anterior, durante 1987 el rubro “vestido y calzado” creció menos que la inflación promedio, producto principalmente del traslado de ciertos bienes incluidos en este rubro a la categoría de precios regulados. Como se puede apreciar, el control de precios estaba afectando los precios relativos de diferentes sectores productivos. Sin embargo, la evidente tran-

<sup>41</sup> Cabe resaltar que, si se observa el comportamiento de los precios a un nivel mayor de desagregación, la distorsión de precios relativos se agudiza. Así, pueden encontrarse tasas de crecimiento que van de 19.60%, para el precio de la papa, hasta 281.90%, para el caso de otros servicios (dos veces y media más que la inflación promedio).

<sup>42</sup> El incremento acumulado de precios durante 1987 para cada uno de estos rubros fue de 89.90%, 66.60% y 103.30%, respectivamente.

GRAFICO 17  
 PERU: INFLACION PROMEDIO MENSUAL, 1987  
 MEDIA MOVIL TRIMESTRAL



Fuente: Elaboración propia con base en cifras publicadas por el INE, 1988.

sitoriedad de la estructura de precios, llevó a que estos no constituyesen señales confiables para las decisiones de inversión y producción.

Por otro lado, en el Gráfico 18 se puede observar cómo, durante 1987, el índice de variabilidad de precios relativos<sup>43</sup> al interior de los grupos supervisados y regulados creció continuamente, mostrando una trayectoria similar a la de la inflación<sup>44</sup>. Es decir, aun dentro de los grupos de

bienes sujetos a un menor control por parte del gobierno, la aceleración de la inflación llevó a una mayor distorsión de la estructura de precios relativos. En resumen, el sistema de control de precios relativos y la aceleración de la inflación durante 1987 llevaron a una reducción en la eficiencia del sistema de precios.

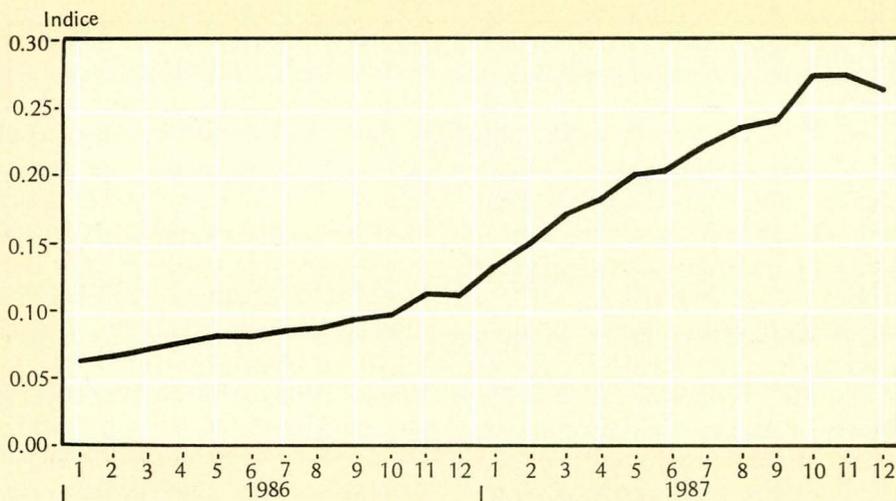
Como se vio anteriormente, luego de la reducción sustancial de la inflación durante el primer año del gobierno aprista, a finales de 1986 la economía presentaba un problema de inflación reprimida y de aceleración de la inflación. En los últimos meses de 1987, y a pesar del control de precios, ya se había retornado a

<sup>43</sup> Para obtener este índice se estimó la varianza de los precios relativos al interior de los grupos sujetos a regulación y supervisión de precios. Este cálculo no incluye los bienes controlados y sujetos a régimen especial.

<sup>44</sup> Existen una serie de hipótesis que explican la relación directa y de causalidad entre la inflación y la variabilidad de precios relativos. Asimismo, la evidencia empírica internacional al respecto es abundante. En el caso peruano, la relación entre inflación y la variabilidad de

precios ha sido extensamente documentada por C. Paredes y R. Polastri, "Inflación y variabilidad de los precios relativos en el Perú: 1967-1985", *Mimeo*, GRADE, Lima, 1988.

GRAFICO 18  
PERU: VARIABILIDAD DE PRECIOS RELATIVOS  
(Supervisados y regulados)



Fuente: Elaboración propia con base en cifras publicadas por el INE, 1985-1988.

tasas de inflación anual (calculadas con respecto al mismo mes del año anterior) superiores al 100% y con una tendencia marcadamente creciente. En noviembre de ese año, la tasa de inflación global superó la barrera del 100%; mientras que, la del grupo de los bienes regulados ya la había superado desde julio del mismo año. La inflación anual (diciembre a diciembre) durante 1987 fue de 114.5% y si se anualiza la inflación registrada en el último trimestre de ese año, la cifra asciende a 144%. Esta aceleración de la inflación indica que la economía venía sufriendo un proceso de recalentamiento, producto del fuerte incremento de la demanda interna que, luego de un período de congelamiento de precios, ejerció un empuje constante y creciente sobre los precios.

Resumiendo, durante 1987, todas las restricciones latentes a principios de año se hicieron efectivas. La situación económica se había modificado en el transcurso del año y la política económica —la cual no había sido alterada sustancialmente desde agosto de 1985— resultaba inadecuada, debido a que los desequilibrios y restricciones presentes no permitían seguir creciendo con base en la demanda interna.

#### V. DILEMAS DE POLÍTICA MACROECONOMICA PARA 1988-1989

A finales de 1987, la economía peruana se encontraba en un estado de "estanflación". El PBI registrado durante el cuarto trimestre de 1987 era sólo 0.8% mayor que aquel del cuarto trimestre de 1986. Por otro

lado, la tasa de crecimiento de los precios se había incrementado sustancialmente a lo largo del año, con la inflación promedio mensual pasando de 3.90/o a finales de 1986 a 7.40/o durante el último trimestre de 1987 (lo que equivale a pasar de una inflación anual de 580/o a una de 1360/o). Otra diferencia importante entre la situación macroeconómica a finales de 1986 y aquella prevaleciente a finales de 1987 se refiere al nivel de reservas internacionales netas del país. El nivel de RIN había disminuido en más de 800 millones de dólares; y en diciembre de 1987 sólo ascendía a 68 millones de dólares. Claramente, el esquema de crecimiento generalizado impulsado por la expansión de la demanda interna había llegado a su límite. En 1988 ya no se podría seguir gastando más de lo que se produce internamente.

Dado este panorama, se puede afirmar que, en 1988, *el ajuste de la economía es impostergable*. Por programa de ajuste se entiende el conjunto de políticas dirigidas tanto a disminuir la absorción de la economía como a corregir la distorsión en la estructura de precios relativos; es decir, políticas dirigidas a combatir los factores causales de los problemas de inflación y de balanza de pagos. El primer tipo de políticas se conoce con el nombre de *políticas dirigidas a reducir el gasto* (v. gr., política fiscal y monetaria contractiva), mientras que las segundas se conocen como políticas dirigidas a redireccionar el gasto (v. gr., políticas cambiaria y comercial que hagan más competitivo el sector transable de la economía).

El primer gran dilema de política es cómo llevar adelante este ajuste.

¿Se repetirá la situación que se dio en 1977, cuando ante la severa crisis de balanza de pagos se optó por depreciar fuertemente el tipo de cambio real y no cerrar la brecha fiscal? Como se ha visto en este documento, una de las fuentes principales del desequilibrio macroeconómico actual en el Perú es el déficit del sector público. En este contexto, una combinación de políticas similar a la aplicada en 1977 (política fiscal expansiva y política cambiaria que busque depreciar el tipo de cambio real) conducirá muy probablemente a un desplazamiento (crowding out) del sector privado (debido a los efectos contractivos del financiamiento interno del déficit fiscal sobre el crédito al sector privado), a una aceleración de la inflación (tanto por factores monetarios como por la depreciación del tipo de cambio) y producirá, en el mejor de los casos, sólo un alivio transitorio en la balanza de pagos, dado que la causa del problema, el exceso de gasto sobre los ingresos del sector público, no habrá sido eliminada.

Por otro lado, en las circunstancias actuales es virtualmente imposible financiar en forma significativa el déficit fiscal con fuentes externas ya que, como se ha visto, el financiamiento externo de los últimos años ha sido, casi en su totalidad, un financiamiento "forzado", proveniente del no pago del servicio vencido de la deuda pública externa. Esta escasez de recursos externos puede conducir, como ya se mencionó, a que el financiamiento interno de un déficit fiscal desproporcionado desplace a la actividad productiva del sector privado (a través de una reducción del crédito a este sector) y/o a una aceleración en el crecimiento de la base mo-

netaria, con los consecuentes efectos perniciosos sobre el nivel de actividad económica y el ritmo de inflación. Evidentemente, las políticas dirigidas a reducir el gasto deberán orientarse a disminuir el déficit del sector público.

Si se opta por reducir el déficit fiscal, el dilema que se presenta es cómo hacerlo. Como se demostró anteriormente, el problema en el Perú durante 1987 no se debió a un crecimiento excesivo del gasto público, sino a una reducción de los ingresos. Claramente, el reducir la brecha fiscal requerirá de un esfuerzo para incrementar la recaudación del fisco. Con respecto a los ingresos del gobierno central, esta mayor recaudación puede provenir tanto de un incremento en la tributación directa como de un crecimiento de los impuestos indirectos. Aunque los efectos regresivos de la tributación indirecta son ampliamente conocidos, es claro que en el corto plazo un incremento significativo en la recaudación tributaria sólo podrá provenir de esa fuente. Cabe notar, sin embargo, que aun con los impuestos indirectos, existe margen de maniobra para minimizar los costos sociales del ajuste (v. gr., los efectos de incrementar los impuestos a la gasolina no son los mismos que los resultantes de incrementar el impuesto al petróleo diesel).

Por otro lado, para reducir el déficit de las empresas públicas no financieras, es necesario incrementar las tarifas de los bienes y servicios que éstas venden. Como se mencionó anteriormente, la política anti-inflacionaria del gobierno aprista llevó a que el precio relativo de los bienes y servicios ofrecidos por las empresas pú-

blicas se viese reducido, causando un incremento en el déficit de éstas y su posterior descapitalización. Así mismo, cabe notar que mayores precios para algunos de estos bienes y servicios redundarán en mayores ingresos tributarios para el gobierno central (por ejemplo, los combustibles vendidos por Petroperú están gravados con un impuesto "ad valorem" desde finales de la década pasada). Sin embargo, es claro que, en el corto plazo, el saneamiento del déficit de las empresas públicas causará un shock inflacionario.

Con respecto a la distorsión de los precios relativos y a las políticas dirigidas a redireccionar el gasto, es necesario hacer referencia a las políticas cambiaria y de tasas de interés. Los temas de política más importantes relacionados con el manejo del tipo de cambio son básicamente dos. El primero se refiere al sistema de tipos de cambio múltiple y al subsidio cambiario que éste origina. El segundo tema está relacionado con el "atraso cambiario" y la pérdida de reservas del país. Como se ha visto en este documento, el diferencial cada vez mayor entre el dólar exportador y el dólar importador originó un creciente subsidio cambiario, que gravitó fuertemente sobre el crecimiento de la emisión primaria a partir del segundo trimestre de 1987<sup>45</sup>. Este continuo y creciente aumento de la emisión neta por el subsidio cambiario contribuyó a que se produjera una situación de exceso de oferta monetaria, con el consecuente efecto infla-

<sup>45</sup> La participación de la emisión neta por subsidio cambiario dentro del incremento trimestral de la emisión primaria total creció desde 40% el segundo trimestre de 1987 hasta 20% el primer trimestre de 1988.

cionario. Más aun, la existencia de un rango tan amplio de tipos de cambio crea oportunidades de "arbitraje" muy rentables y la eficiencia de este sistema cambiario, en cuanto a la asignación de recursos, es claramente cuestionable.

En la medida que no se aumente el tipo de cambio para las importaciones, incrementos en el tipo de cambio exportador elevarán el subsidio cambiario. Esta observación explica en parte la reticencia del Banco Central a devaluar sustancialmente el tipo de cambio para las exportaciones, lo cual ha dado lugar al "atraso" cambiario y la pérdida continua y cada vez más acelerada de las reservas internacionales. La acelerada pérdida y el reducido nivel de reservas internacionales hacen evidente la necesidad de devaluar el tipo de cambio real. Más aun, el contexto internacional desfavorable (en términos tanto de flujos de capitales como de las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación) y la escasa oferta exportable del país, llevan a pensar que el tipo de cambio real de equilibrio de la economía se ha incrementado durante los últimos años.

Estas observaciones permiten concluir que se tendrán que introducir modificaciones sustantivas en la política cambiaria actual. Por un lado, para aminorar el ritmo de crecimiento de la emisión primaria y reducir la distorsión en precios relativos inducida por el sistema de cambio múltiple, será necesario disminuir el rango de tipos de cambio. Es decir, se tendrá que ir hacia la unificación cambiaria. Por otro lado, se deberá devaluar fuertemente el tipo de cambio pro-

medio. Sin embargo, aún dentro de esta línea de política, existe una serie de opciones para su implementación. Por ejemplo, ¿se unificará y devaluará drásticamente en un momento determinado o se hará de una forma progresiva? Claramente, la respuesta a esta pregunta depende de la naturaleza del programa de ajuste global, ya que esta decisión tiene implicancias importantes para el manejo de las tasas de interés y de la política comercial.

La existencia de tasas reales de interés sustancialmente negativas para los activos financieros denominados en moneda nacional es otro de los problemas que tendrá que enfrentar el programa de ajuste. Claramente, si se opta por una devaluación progresiva del tipo de cambio, esto puede conducir a la "redolarización" de la economía. En contraste, si se devalúa fuertemente y "de una vez por todas" los riesgos de una redolarización son menores, y las implicaciones para la política de tasas de interés, diferentes. Esta última opción requiere analizar la conveniencia o no del "overshooting" del tipo de cambio (devaluar más allá de lo requerido inicialmente). En cualquier caso, las opciones de política no son fáciles.

Como se ha visto a lo largo de este documento, tanto el déficit fiscal como la política cambiaria son factores cruciales en la evolución de la inflación interna y de la balanza de pagos. Con respecto a la primera, tanto el financiamiento inorgánico del déficit como la devaluación del tipo de cambio tendrán fuertes efectos inflacionarios durante 1988. Por otro lado, los resultados de la regresión presen-

tada en la sección III indican que por cada punto adicional del déficit fiscal como porcentaje del PBI, es necesario devaluar el tipo de cambio real en 11% para mantener invariable el nivel de reservas. Estas observaciones destacan la interdependencia entre las diferentes políticas y la necesidad de un programa global coherente.

Finalmente, es necesario hacer referencia a la velocidad del ajuste. El gobierno puede optar por un programa gradualista o por uno de shock. Aunque existe una serie de razones económicas para las cuales el gradualismo puede ser preferible al shock, consideraciones de orden político e institucional llevan a concluir que un programa de ajuste exitoso no podrá ser excesivamente gradualista. Por ejemplo, mientras que el costo político de un shock es muy fuerte, éste se paga en el corto plazo y sólo se puede asumir mientras el gobierno goza de una sólida base política. En contraste, el costo político de un programa gradualista se paga en incómodas cuotas trimestrales o semestrales (según la gradualidad del ajuste), lapso durante el cual el gobierno se va desgastando y sometiendo a presiones cada vez mayores, ante las cuales puede ceder, socavándose así el programa de ajuste. Asimismo, cabe notar que algunos de los objeti-

vos económicos del ajuste (tal como la reducción de la inflación) se logran más rápidamente con un programa de shock. En momentos en que al Presidente García le queda menos de la mitad de su período de gobierno y dada la relativa proximidad de las elecciones, las posibilidades de éxito de un ajuste gradual se hacen aún más dudosas.

Como se afirmó al comienzo de esta sección, el ajuste de la economía peruana durante el siguiente año es impostergable; sin embargo, ésto no asegura que el ajuste se realice de manera coherente y eficiente. Es posible que, al igual que durante el período 1976-77, se opte por un "ajuste a medias", que el gobierno empiece a caminar por el conocido derrotero de las marchas y contramarchas que ha caracterizado a nuestra política económica durante los últimos doce años, lo que sólo conducirá a incrementar la magnitud de la crisis y el costo social del ajuste integral, cuando éste finalmente se produzca. Es de esperar que los gobernantes actuales tengan la seriedad y la valentía para optar por un programa de ajuste coherente que, sin descuidar a los más pobres (que no son precisamente los principales beneficiarios del desequilibrio fiscal actual), siente las bases para un crecimiento autosostenido.