

documento de trabajo

EL PROGRAMA ECONÓMICO DE AGOSTO DE 1990: EVALUACIÓN DEL PRIMER AÑO

Julio Velarde
Martha Rodríguez

CI
8(85)



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



consorcio
de investigación económica

**El Programa Económico de Agosto de 1990:
Evaluación del Primer Año**

Serie: Documento de Trabajo No. 2

Este estudio forma parte de las investigaciones efectuadas en el marco del Consorcio de Investigación Económica, apoyado por el Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

Julio Velarde
Martha Rodríguez

EL PROGRAMA ECONÓMICO DE AGOSTO DE 1990: EVALUACIÓN DEL PRIMER AÑO



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACIÓN (CIUP)



consorcio
de investigación económica

LIMA - PERÚ
1992

© Universidad del Pacífico
Centro de Investigación
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

**EL PROGRAMA ECONOMICO DE AGOSTO DE 1990:
EVALUACION DEL PRIMER AÑO**

Julio Velarde

Martha Rodríguez

1a. Edición: Julio 1992

Esta publicación ha sido hecha con el auspicio del Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y de la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).

BUP - CENDI

Velarde, Julio

El Programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año /
Julio Velarde y Martha Rodríguez. -- Lima : Centro de Investigación de la
Universidad del Pacífico, 1992.

/POLITICA ECONOMICA/POLITICA DE ESTABILIZACION/FINANCIA-
MIENTO/INDICADORES ECONOMICOS/PERU/

338(85) (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica.

Derechos reservados conforme a Ley.

INDICE

Introducción	9
1. La Situación Económica en Julio de 1990	10
2. El Programa Inicial: La Discusión Sobre "Overshooting" Versus Flotación Sucia	13
3. Remonetización, Tipo de Cambio y Deflación ...	17
4. La Etapa de Indecisiones: Octubre 1990-Marzo 1991	24
5. La Profundización del Programa Liberal y el Retraso Cambiario	33
6. Evaluación y Perspectivas	39
Bibliografía	42

Introducción*

Después de un año de aplicado el programa económico del gobierno del presidente Fujimori, se han alcanzado logros indiscutibles, pero quedan aún muchos problemas por resolver.

La situación económica que heredó el gobierno actual no sólo se caracterizaba por la coexistencia de una hiperinflación con una hiperrecesión, sino que además existían numerosas distorsiones que impedían el funcionamiento eficiente de los mercados y de las instituciones, frustrando así cualquier posibilidad de crecimiento económico del país.

Esta situación fue el resultado de una política marcadamente intervencionista, que se sustentó en consideraciones fundamentalmente políticas, dejando de lado los argumentos económicos. Si bien no se puede afirmar que esta acción del gobierno fuera deliberada, lo cierto es que llevó al país a su peor crisis económica.

En este contexto, resultaba inevitable que el nuevo gobierno, cualquiera que éste hubiera sido, tuviera que tomar acciones de una radicalidad tal que corrigiera en el menor tiempo posible los enormes problemas que existían y que revirtiera en forma contundente las expectativas negativas generalizadas entre la población.

* Este trabajo fue concluido en Octubre de 1991. Posteriormente, se realizó una revisión del mismo donde se introdujeron cambios menores. Agradecemos la colaboración de Juan Mendoza Pérez, por su eficiente labor como asistente de investigación.

Al final del primer año, la inflación se ha reducido de 90% mensual en julio de 1990 a 6% en setiembre, se ha conseguido eliminar el déficit fiscal y se han restituido las reservas internacionales del Banco Central. Se ha eliminado gran parte de las distorsiones, habiéndose liberalizado la mayoría de los mercados, y se han restablecido las relaciones del país con la comunidad financiera internacional.

Sin embargo, el programa económico dista todavía de estar consolidado. El equilibrio fiscal es aún precario, el tipo de cambio real se encuentra a un nivel bajo y que no corresponde al equilibrio de mediano plazo, las tasas de interés están muy por encima de los niveles internacionales y la inflación es aún alta. De otro lado, todavía no se ha iniciado un proceso de inversión nueva ni de transformación de las unidades productivas con un alto grado de obsolescencia.

1. La Situación Económica en Julio de 1990¹

Durante el gobierno pasado el país experimentó tanto la inflación más intensa y prolongada, como la mayor retracción del nivel de actividad económica que haya ocurrido a lo largo de su historia.

A diferencia de las hiperinflaciones históricas, la mega inflación peruana fue inducida por una política expansiva en un marco de controles generalizados de precios.

Así, con la intención de evitar que la tasa inflacionaria se eleve, los precios de los combustibles, tarifas públicas y alimentos comercializados por el Estado se mantenían congelados o, en su defecto, se incrementaban sistemáticamente por debajo de la inflación, generándose con ello un déficit fiscal creciente.

¹ Un mayor detalle sobre la política económica durante el gobierno de García puede encontrarse en Velarde y Rodríguez (1992a) y World Bank (1989).

Con el mismo propósito, se mantenía un fuerte retraso en el tipo de cambio importador, al mismo tiempo que para no perjudicar excesivamente a los exportadores se devaluaba el dólar exportador. De esta manera surgió el déficit cuasi-fiscal, producto de la diferencia cambiaria. Asimismo, se subsidiaron las tasas de interés de la Banca de Fomento y se concedió un volumen creciente de créditos con recursos del Banco Central, con el objeto de reducir los costos financieros.

Estos déficits fiscales y cuasi-fiscales, al ser financiados por el Banco Central, originaron una emisión creciente que impulsaba las presiones inflacionarias. Simultáneamente surgieron fuertes distorsiones en los precios relativos produciéndose escaseces y presiones para ajustes de precios que se daban en forma desordenada e insuficiente. Es decir, en gran medida fueron los propios controles, destinados a evitar un incremento en la tasa de inflación, los que precipitaron la hiperinflación.

La situación explotó en setiembre de 1988, cuando se produjo una inflación mensual de 114%. A partir de esa fecha, la tasa de inflación se mantuvo en un promedio mensual del orden del 30%. Durante los primeros siete meses de 1990, se pueden distinguir dos fases en la política económica. La primera en que se siguió una política más expansiva buscando una reactivación de la economía, y la segunda en que se trató de impedir un salto muy grande en el tipo de cambio y en el ritmo inflacionario, para así trasladar los costos del ajuste al próximo gobierno. Con este objetivo se siguió una política de "crowding out" del sector privado, de retraso del tipo de cambio oficial, de aplazamiento de la corrección de los precios públicos y de acumulación de retrasos en los pagos fiscales.

Hacia julio de 1990, debido a un encaje marginal de 80% y a la postergación del pago de la remuneración al encaje, que se tradujo en una tasa marginal efectiva de encaje superior al 100%, las tasas activas reales de interés se situaron en niveles bastante elevados. Esto llevó al deterioro de la situación financiera tanto del sistema financiero como de las propias empresas. Por otro lado, los fuertes retrasos en el tipo de cambio oficial y en los precios públicos resultaban insostenibles y reclamaban una pronta decisión que evidentemente iba a llevar a una

fuerte inflación correctiva. En el Cuadro No. 1 se muestran los principales indicadores macroeconómicos a julio de 1990.

Cuadro No. 1

PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS EN JULIO DE 1990

Déficit fiscal 1/	6.1%
Presión tributaria 1/	4.3%
Reservas internacionales netas 2/	(105)
Balanza comercial 3/	112
Tipo de cambio real 4/	
Paralelo	59.4
Exportador	46.1
Importador	48.5
Tasa de interés activa nominal 5/	51.0%
Inflación mensual	63.2%
Remuneraciones reales 4/	
Ingreso mínimo legal	51.0
Sector privado	34.9
Sector público	42.7
Precios públicos 4/	
Gasolina de 84 octanos	7.7
Electricidad de hasta 100 KWH	7.4
Harina de trigo sin preparar	54.7

Notas:

1/ Como porcentaje del PBI.

2/ Reservas internacionales del Banco Central (en millones de dólares)

3/ En millones de dólares.

4/ Indices (Julio de 1985 = 100).

5/ Tasa correspondiente a un crédito en moneda nacional de hasta 360 días y que incluye el impuesto a los intereses.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, *Nota Semanal* (varios números).

Elaboración: Coyuntura Económica. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

2. El Programa Inicial: La Discusión Sobre "Overshooting" Versus Flotación Sucia²

Aunque el país esperaba que el anuncio de las nuevas medidas económicas se efectuara el 28 de julio, éste se realizó recién once días después. Esta demora, que resultó costosa para la economía, respondió tanto a que si bien había consenso en acabar frontalmente con la inflación, no se tenía un plan claro de cómo hacerlo, como a que el gabinete ministerial había terminado de definirse sólo unos cuantos días antes del 28 de julio. Es debido a esto que más que un programa de estabilización, lo que se dictó fue un conjunto de medidas que se fueron reajustando y completando en el camino.

El programa de estabilización del 8 de agosto fijó como objetivo central la reducción drástica de la inflación. Para este fin el programa contemplaba, como elemento principal, la eliminación de los desequilibrios fundamentales en la economía, lo cual implicaba la eliminación del déficit fiscal, un adecuado control monetario, la unificación y estabilización del tipo de cambio y la corrección y estabilización de los precios públicos. Estas correcciones serían radicales, dentro del esquema de un programa de "shock". De esta manera se buscaba cambiar radicalmente las expectativas y generar credibilidad entre los agentes económicos.

El cierre total de la brecha fiscal se conseguiría mediante un programa fiscal de emergencia que consistía en la instauración de impuestos extraordinarios, la eliminación de la mayor parte de las exoneraciones tributarias y el incremento de los precios públicos.

Sin embargo, donde quizás se centró la mayor parte de las discusiones previas, fue en el manejo del tipo de cambio, para lo cual se planteaban dos propuestas. La primera contemplaba la unificación del tipo de cambio a un nivel tal que implicara un sobreajuste ("overshooting") del

² Para una discusión de las bases de un programa de estabilización, se puede ver Velarde y Rodríguez (1992b).

mismo, es decir, a un nivel que supuestamente se ubicaría por encima de la paridad cambiaria. La segunda propuesta contemplaba un nivel de tipo de cambio determinado por el mercado dentro de un sistema de flotación sucia con intervención del Banco Central. Ambas alternativas implicaban distintos niveles del tipo de cambio que sería utilizado para calibrar los incrementos de los precios públicos.

La primera propuesta tenía la ventaja de lograr un nivel de tipo de cambio que sería más creíble, propiciar un incremento mayor en la demanda real de moneda nacional y, además, preservar la competitividad del sector transable de la economía. Sin embargo, un tipo de cambio más alto implicaba ajustes en los precios públicos mucho más drásticos y la convalidación de los adelantos en los precios privados que se habían producido antes del programa. En efecto, debido a la demora en anunciar las medidas y ante rumores de un tipo de cambio del orden de 600,000 intis/dólar se produjo un gran adelanto de precios privados. La tasa de inflación en los días inmediatamente anteriores a las medidas alcanzó un nivel diario que se ubicaba cercano al de las mayores hiperinflaciones históricas. Así fue como la tasa de inflación alcanzó un nivel promedio de 6.3% diario durante los tres días previos al ajuste.

Sin embargo, el alto nivel del tipo de cambio que se requería en esta alternativa iba a ser difícilmente sostenible en el tiempo e iba a contribuir a una monetización excesiva que hacía peligrar el éxito de la lucha contra la inflación. De otro lado, la inflación inicial mayor que hubiera provocado el "overshooting" cambiario, no garantizaba en modo alguno la ganancia en la paridad cambiaria y resultaría en una contracción más fuerte de la liquidez real y en una recesión inicial más severa. Dado lo costoso del ajuste inicial y la incertidumbre con respecto a la tensión social que hubiera podido generarse, este "overshooting" representaba un curso de acción plagado de peligros.

La segunda propuesta tenía la ventaja de realizar el ajuste a una inflación menor; de esta manera la remonetización de la economía sería más manejable. Sin embargo, esta propuesta implicaba que el nivel de

tipo de cambio que se podía estimar, no sólo era incierto sino que existía el riesgo de que no pudiera ser sostenible por un período prolongado y que, por lo tanto, se requirieran ajustes posteriores tanto en el tipo de cambio como en los precios públicos. Al ser un tipo de cambio menos creíble en una perspectiva de mediano plazo, los agentes percibirían la necesidad de correcciones continuas en el futuro.

En cuanto a la política salarial, en ambos esquemas se contemplaba reajustes del ingreso mínimo de acuerdo a la inflación esperada después del programa. Asimismo, los reajustes de las remuneraciones públicas se harían teniendo en cuenta también la inflación esperada pero de acuerdo a la disponibilidad de la caja fiscal. Los salarios privados se dejarían a la libre negociación entre las partes, pero se eliminarían las cláusulas de indexación automática. Existía, sin embargo, el problema de la predicción de la inflación futura, en función a la cual se concederían los aumentos nominales.

Es importante recalcar que dados los cambios tan drásticos que se debían efectuar en la economía, todos los estimados referentes al tipo de cambio, a los precios públicos y a los efectos esperados en el corto plazo, resultaban en la mayoría de los casos "adivanzas educadas".

Finalmente, el 8 de agosto se optó por las siguientes medidas. En cuanto a las de orden fiscal, éstas se centraron en impuestos indirectos gracias a su facilidad y rapidez en la recaudación. Así se elevó en 34 veces el precio de los combustibles, el cual incluía un impuesto selectivo al consumo, se estableció un impuesto temporal del 10% a las exportaciones, se estableció un impuesto extraordinario del 1% sobre el patrimonio, se redujo el impuesto general a las ventas de 18% a 14%, al mismo tiempo que se eliminó la mayor parte de las exoneraciones tributarias y arancelarias. Asimismo, se creó un Comité de Caja que fuera autorizando los gastos de acuerdo a las disponibilidades de recursos fiscales. Se planteó inicialmente que por este Comité de Caja también pasarán las empresas públicas. Este programa fiscal fue reconocido

como de emergencia, y sería empalmado en unos noventa días con una reforma tributaria integral.

En relación a la política monetaria, el Banco Central otorgó un crédito puente inicial destinado a cubrir los gastos de los incrementos salariales, dado que los ingresos fiscales adicionales que se esperaban de las nuevas medidas no se producirían de inmediato. El gobierno se comprometió y cumplió con devolver este crédito puente en menos de treinta días. Además el gobierno asumió el compromiso de no solicitar financiamiento alguno por parte del Banco Central. De esta manera, la política monetaria contemplaba limitar la emisión a la que procedía de la compra de divisas. No se contemplaba ningún crédito interno, con excepción del crédito puente inicial al gobierno.

De otro lado, se mantuvieron los topes en las tasas de interés, que por ley le correspondía fijar al Banco Central. Como estos topes resultarían elevados con respecto a los que se esperaban después del ajuste, se buscaba que en la práctica las tasas de interés fueran libres. Adicionalmente, se redujo el encaje marginal de 80% a 64%, para luego ir disminuyéndolo progresivamente.

En cuanto a la política comercial, además del impuesto temporal a las exportaciones, se redujo sustancialmente el CERTEX³. Por el lado de las importaciones, se eliminó la mayor parte de prohibiciones y barreras para-arancelarias. Se eliminó la mayor parte de exoneraciones arancelarias que beneficiaban a una serie de sectores. Con respecto a la estructura arancelaria, se diseñó una estructura que reducía las 32 tasas que existían (entre 0 y 108%) a sólo tres tasas de 15%, 25% y 50%; sin embargo, hubo presiones para agregar una sobretasa adicional del 10%. Esta estructura recién se puso en marcha a fines de setiembre.

En el campo salarial, se otorgó una bonificación a los trabajadores equivalente al 100% del nivel de los salarios de julio. El salario mínimo

³ Reintegro tributario a las exportaciones no tradicionales.

se elevó de 4 a 16 millones de intis en agosto y a 25 en setiembre. Con respecto a los trabajadores públicos, se prohibió conceder nuevos aumentos en las empresas públicas hasta diciembre.

En el campo de la política cambiaria, se unificó el tipo de cambio y se estableció un sistema de flotación administrada con fuerte intervención del Banco Central de Reserva. En el Cuadro No. 2 se presenta un resumen de las principales medidas adoptadas.

3. Remonetización, Tipo de Cambio y Deflación

La política cambiaria que terminó aplicándose consistió en un esquema intermedio que buscaba fijar un tipo de cambio que pudiera mantenerse, al menos, mientras se lograba la estabilización.

El tipo de cambio que se utilizó para calibrar los diferentes precios públicos fue de 450,000 intis/dólar. Tal vez, el factor que más pesó en cuanto al nivel del tipo de cambio que se estableció, fue el deseo de mantener un tipo de cambio que pudiera ser creíble y por lo tanto sostenible, a la par que se evitaba una excesiva remonetización que pudiera hacer luego peligrar el programa anti-inflacionario. Un tipo de cambio más alto no sólo hubiera acelerado la remonetización al comprarse una mayor cantidad de dólares, sino que cada dólar hubiera tenido un impacto mayor sobre la emisión.

Frente al argumento de credibilidad otorgado al "overshooting" cambiario, se podía argüir que cualquier tasa que superara los 350,000 intis/dólar era creíble. El tipo de cambio libre, a pesar de las expectativas de un ajuste drástico de precios y la consecuente fuga de la moneda nacional, se situó a comienzos del gobierno en alrededor de 200,000 intis/dólar, pasando la barrera de los 300,000 intis sólo después de que el Ministro de Economía anunciara que el tipo de cambio estaría entre 300,000 y 500,000 intis. Por otra parte, el tipo de cambio que había alcanzado un pico de casi 500,000 intis/dólar al final del día 8 de agosto, cayó a menos de 300,000 intis/dólar el jueves 9. A partir del día

Cuadro No. 2

PRINCIPALES MEDIDAS DEL PROGRAMA DE AGOSTO DE 1990

POLITICA CAMBIARIA	POLITICA MONETARIA	POLITICA FISCAL	POLITICA SALARIAL
<p>a. Unificación del mercado cambiario.</p> <p>b. Flotación sucia del tipo de cambio.</p> <p>c. Se mantiene el control de cambios.</p> <p>d. Se eliminan las restricciones a las importaciones (licencias previas y prohibiciones, excepto en el caso de 13 partidas, que siguen prohibidas).</p> <p>e. Se fija el arancel mínimo en 10% y el máximo en 50%.</p>	<p>a. Disminución del encaje marginal de 80 a 64 %.</p> <p>b. Se continúan permitiendo los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero.</p> <p>c. Al no modificarse los límites máximos a las tasas de interés, éstas quedan sujetas al mercado.</p>	<p>a. Normas de austeridad fiscal: Desactivación del INACOSO y del ICE. Prohibición de nuevas contrataciones y adquisiciones.</p> <p>b. Aumento de tarifas públicas. Gasolina: 3040%, electricidad: 5270% (máximo), agua: 1318% (máximo), teléfonos: 1295% (máximo).</p> <p>c. Creación del Comité de Caja.</p> <p>d. Impuestos:</p> <ul style="list-style-type: none"> - IGV: Nueva tasa del 11%. Se mantienen las tasas del 2% del impuesto de Promoción Municipal y del 1% para la defensa. - Eliminación de la mayoría de las exoneraciones al IGV, ISC y a los aranceles. - Imposición de una contribución extraordinaria del 1% del patrimonio a las personas naturales y jurídicas. - Impuesto extraordinario a las exportaciones por el 10% del valor FOB. 	<p>a. Bonificación extraordinaria del 100%.</p> <p>b. Aumento del salario mínimo en 400%, a 16 millones de intis.</p> <p>c. Prohibición de nuevos aumentos en las empresas públicas hasta diciembre.</p>

Fuente: Diario *El Peruano*

Elaboración propia.

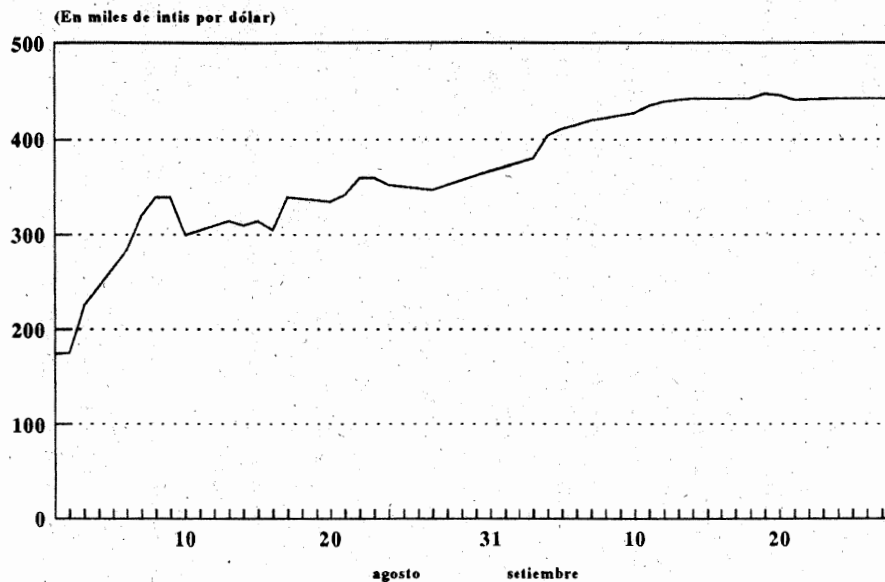
10, el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado para sostener un tipo de cambio de 330,000 intis/dólar, tasa que se iría elevando paulatinamente hacia la meta, a un ritmo diario similar a la tasa diaria activa de interés. En el Gráfico No. 1 se muestra la evolución diaria del tipo de cambio en los dos primeros meses del programa.

El salir con un tipo de cambio inicial más bajo que la meta de 450,000 intis/dólar, permitía un manejo más prudente de la rapidez con que se realizaba la remonetización. Se buscaba además que las empresas trataran de hacer caja liquidando sus inventarios más que vendiendo sus divisas en el momento inicial. Es decir, se aprovechó la fortísima caída de la liquidez real, las tasas de interés reales activas elevadas y un tipo de cambio menor al previsto en el futuro cercano, para propiciar una deflación, contrarrestándose así al menos parcialmente los adelantos de precios ocurridos antes de la aplicación del programa. De otro lado, el que los agentes económicos supieran que el tipo de cambio meta para el futuro cercano fuera de 450,000 intis/dólar, favorecía la coordinación de los precios, funcionando como un ancla nominal.

La deflación producida duró hasta la tercera semana de setiembre, habiendo caído los precios en más del 30% desde el inicio del programa. Durante este período de "turbulencia" que se produjo al liberarse los precios que anteriormente habían sido controlados⁴, y ante un cambio radical en las reglas de juego, muchos de los agentes económicos encontraban difícil la fijación de sus nuevos precios. Al comienzo mantuvieron precios altos o no realizaron transacciones, para después ir disminuyendo sus precios tratando de liquidar sus inventarios. En el Gráfico No. 2 se muestra la evolución diaria del Índice de Precios al Consumidor en los meses de agosto y setiembre de 1990.

⁴ A pesar de que en el diseño del programa se contemplaba la liberación de los precios de los alimentos, se anunciaron niveles de precios de los alimentos controlados que resultaron siendo mayores a los que indicaría el mercado. Este anuncio se revirtió en días posteriores.

Gráfico No. 1
Tipo de cambio paralelo diario:
agosto - setiembre 1990 *



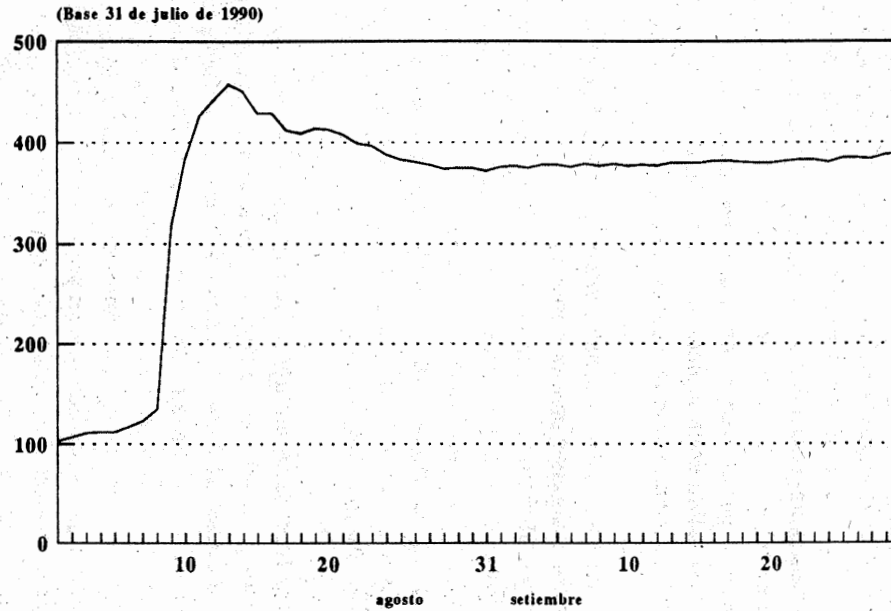
* Tipo de cambio promedio compra-venta.
Fuente: Cuánto S.A.
Elaboración propia.

Este proceso de deflación lamentablemente no fue reforzado por acciones complementarias, habiéndose mantenido muchos precios privados en niveles excesivos. Hizo falta una política más decidida de impulso a la deflación, por parte del gobierno. No se contaba con la debida capacidad administrativa y no se respondió en forma rápida. Se requerían acciones que facilitaran una concertación agresiva con los distintos gremios empresariales a lo largo de la cadena de insumo-producto para inducir una disminución en los márgenes excesivos. Esta reducción se traduciría en un juego de suma positivo. Incluso al inicio del programa se había contemplado la reducción del arancel al 1% para los productos nacionales con márgenes oligopólicos demasiado elevados.

De esta manera se perdió el *momentum*, muchos precios se mantuvieron altos e incluso algunos precios comenzaron a recuperarse, particularmente los de los alimentos. Contribuyó también a este resultado la demora en la definición de la nueva estructura arancelaria y la política salarial que se aplicó y que no fue la prevista en el diseño inicial del programa. Los reajustes de salarios fueron realizados por encima de la tasa de inflación y las cláusulas de indexación de los salarios privados en la práctica no fueron eliminadas.

La política monetaria incluyó la reducción del encaje marginal de 80% a 64% y luego al 40% en la segunda quincena de setiembre, cuando ya se había reducido el ritmo de emisión, y las reducciones posteriores de la remuneración al encaje desde 9% hasta 5.5% mensual, el 16 de noviembre. Los topes máximos de las tasas de interés que se encontraban en 35% para la tasa pasiva, antes del programa, fueron mantenidos, de tal manera que a medida que se producía la remonetización, las tasas de interés quedaron libres de facto, bajando progresivamente hasta un 10% para las activas y un 5% para las pasivas, al mes de noviembre. La fuente principal de expansión fue la emisión por origen externo, aunque, como se mencionó anteriormente, al inicio del programa el Banco Central otorgó un crédito al gobierno para que éste cubriera sus gastos iniciales, considerando el retraso en la recaudación adicional que

Gráfico No. 2
IPC diario:
agosto - setiembre 1990 *



Fuente: Cuánto S.A.
Elaboración propia.

se generaría por el programa fiscal de emergencia. Este préstamo fue enteramente cancelado por el gobierno hacia mediados de setiembre.

Inicialmente el grado de remonetización se controló mediante dos vías. La primera fue mediante el ritmo de devaluación del tipo de cambio, tal como se comentara anteriormente, y la segunda que duró algo menos de dos semanas, que correspondió a la necesidad de los bancos de retornar a sus niveles de encaje exigible, destinando la mayor parte de la captación adicional de depósitos a cubrir los déficits de encaje, que había generado el estrangulamiento financiero provocado durante los últimos meses del gobierno anterior.

El ritmo de monetización debería ser revisado permanentemente de acuerdo a la posible evolución de la demanda por dinero. De esta manera el Banco Central que había venido comprando divisas en el mercado interbancario en cantidades necesarias para mantener la evolución del tipo de cambio hacia la meta prevista, debería entrar a fijar cantidades de acuerdo al programa monetario establecido.

En este aspecto se presentaban dos problemas para el Banco Central. Por un lado, estaba la estimación del incremento en la demanda de dinero con el objeto de fijar los límites de expansión monetaria. Por otro lado, estaba el sostenimiento del tipo de cambio a un nivel que no afectara significativamente la competitividad de las exportaciones.

En el primer caso, la dificultad radicaba en la falta de indicadores adecuados. El ritmo de ganancia de reservas no indica necesariamente el incremento en la demanda de dinero, ya que refleja comportamientos de cambio de portafolio cuya magnitud se desconoce. La tasa de interés es un indicador imperfecto en la medida en que refleja no solamente la abundancia relativa de recursos financieros en un momento dado, sino que refleja también las expectativas con respecto al éxito del programa. Adicionalmente la estructura particular de nuestro sistema financiero determina que las tasas de interés sean en gran medida administradas. Incluso indicadores como el de la velocidad de rotación de los depósitos

a la vista no son adecuados, debido a los significativos cambios en la estructura de pagos de los agentes económicos resultado de los cambios en precios relativos ocurridos, y al incremento inicial de la velocidad ante una contracción tan alta de la liquidez. Finalmente, el Índice de Precios al Consumidor no resulta un deflactor adecuado del gasto frente a magnitudes tan grandes de incrementos de precios.

En cuanto al problema referido al sostenimiento del tipo de cambio, se enfrentaba la dificultad de tener que limitar las compras de divisas para poder graduar el grado de remonetización después de la expansión inicial. Este problema se agravaba por la existencia de un stock de alrededor de 100 millones de dólares de Certificados de Libre Disponibilidad (CLDs)⁵ que podían ser redimidos, lo que significaba una mayor emisión potencial.

En resumen, entre el 13 de agosto y fines de setiembre de 1990, se produjo una devaluación del 40%, al mismo tiempo que el Índice de Precios al Consumidor cayó en 15%. Simultáneamente se produjo una acelerada remonetización mediante la compra de divisas del Banco Central de Reserva en el sistema bancario, y que alcanzó 396% entre fines de julio y fines de setiembre. De otro lado, las tasas de interés activas cayeron de un promedio de 59.93% mensual en julio a 10.89% en octubre.

4. La Etapa de Indecisiones: Octubre 1990-Marzo 1991

A fines de setiembre el tipo de cambio había llegado al nivel referencial previsto, la continuación de la remonetización fácil fundamentada en la contracción inicial de la liquidez real se estaba agotando, la deflación de precios parecía haber llegado a su límite. Este era el momento en que se tenía que tomar decisiones claras en cuanto a seguir una política que

⁵ Los CLDs eran certificados que el Banco Central entregaba a los exportadores y que podían ser aplicados para importaciones o redimidos en moneda nacional. Estos fueron eliminados en noviembre de 1990.

se aproximara más al caso polar de ancla monetaria con tipo de cambio flotante o, en su defecto, una política más cercana al otro caso polar de ancla cambiaría con política monetaria pasiva.

Por un lado, existía la necesidad de evitar que el tipo de cambio cayera; por otro lado, había llegado el momento de mantener un ritmo prudente de expansión monetaria. Inicialmente, gracias a la severa contracción de la liquidez real, se pudo mantener un tipo de cambio mediante compras casi ilimitadas de divisas. Sin embargo, al haberse recuperado ya a fines de setiembre gran parte de los saldos reales, una expansión de la misma magnitud que la que venía ocurriendo podía introducir presiones inflacionarias.

El Banco Central optó a fines de setiembre por una meta monetaria, que contemplaba una reducción paulatina de la tasa de emisión, cuya trayectoria iría tomando en cuenta la evolución de los indicadores económicos relevantes. El cumplimiento de este objetivo monetario imponía límites al monto de divisas que el Banco Central de Reserva podía comprar al no contar con los instrumentos de esterilización. No se consideraba conveniente mantener una política de tipo de cambio fijo porque se corría el riesgo de perder el control monetario. Las presiones inflacionarias derivadas de una expansión excesiva llevarían no sólo a que el tipo de cambio real se retrase, sino a una pérdida de credibilidad en el programa anti-inflacionario. Estas presiones inflacionarias se derivaban de un incremento en la oferta monetaria que no corresponde necesariamente al crecimiento de la demanda de saldos monetarios: el que alguien esté dispuesto a vender sus tenencias en moneda extranjera para aplicarlos a algún gasto no implica el que hayan otros agentes económicos que deseen mantener el dinero como tal⁶.

El conflicto que existía entre la política monetaria y la política cambiaria se vio agravado innecesariamente por la inconsistente secuencia en la aplicación de medidas. Así, por ejemplo, el retraso que

⁶ Para una discusión al respecto, se puede ver Velarde y Rodríguez (1992b).

hubo en la definición de la nueva estructura arancelaria postergó las importaciones. Si esta medida se hubiera dado al inicio del programa no solamente hubiera ayudado en la deflación de precios, sino que al momento en que el Banco Central tenía que disminuir sus compras de divisas las importaciones hubieran empezado a ingresar con lo cual no solamente se hubiera facilitado las acciones del Banco Central, sino que se podría haber tenido quizás un mejor nivel de paridad.

Con el objeto de reducir la oferta de divisas, el Banco Central modificó el sistema cambiario permitiendo a los exportadores depositar sus divisas en el sistema financiero⁷, pero no se realizó una apertura formal al movimiento de capitales, tal como había sido previsto al inicio del programa.

Como es conocido, existen argumentos que enfatizan la conveniencia de que la apertura comercial preceda a la apertura financiera. Se postula que la apertura financiera se produzca después de que el aparato productivo haya tenido el tiempo suficiente para incrementar su competitividad externa, pudiendo soportar un tipo de cambio que podría ser más bajo si se diera un flujo positivo de divisas como consecuencia de la apertura financiera. En el caso peruano, si bien legalmente no existía el libre flujo de capitales con el exterior, de facto este flujo se producía. Por un lado, existían mecanismos informales que permitían el flujo de capitales con el exterior; de otro lado, gran parte de los residentes poseían un stock de divisas en un monto significativo, el que podía entrar y salir del sistema formal con suma facilidad⁸.

Esta situación origina dos problemas. Por un lado, se dificulta el control monetario en la medida en que el Banco Central de Reserva se vea

⁷ En el sistema anterior, los exportadores recibían un Certificado de Libre Disponibilidad (CLD) a 180 días, denominado en dólares, que podía ser aplicado para importaciones y otros pagos de servicios, o redimidos en moneda nacional. Se habían acumulado al momento de aplicación del programa alrededor de 100 millones de dólares en CLDs, que representaban una fuente potencial de emisión.

⁸ Ver Velarde y Rodríguez (1992c).

obligado a monetizar los flujos de divisas resultantes de los cambios en portafolio que en la práctica además de ser volátiles, pueden tener una magnitud significativa. Simultáneamente, los flujos de capitales pueden producir presiones a la baja del tipo de cambio cuando el aparato productivo no ha tenido el tiempo suficiente para readecuarse a una mayor competencia externa.

A fines de setiembre, el tipo de cambio existente se encontraba por debajo del nivel de paridad. Sin embargo, existe consenso en que utilizar el Índice de Precios al Consumidor como deflactor para estimar el tipo de cambio de paridad no es lo adecuado. Existían algunas estimaciones del tipo de cambio real tomando un índice de costos, el cual reflejaba un retraso moderado con respecto a julio de 1985. Así, por ejemplo, el Banco Central señalaba que el tipo de cambio vigente a fines de setiembre se encontraba en un 87% del índice de paridad de costos. En realidad en el corto plazo se tenía que privilegiar el objetivo anti-inflacionario. Sin embargo, si la inflación continuaba y las reformas estructurales necesarias para incrementar la eficiencia del aparato productivo demoraban, un tipo de cambio real muy bajo no era deseable, y tal vez no hubiera sido sostenible.

La manera más eficiente de incrementar la demanda de divisas era a través de un aumento de importaciones pero en un contexto de incremento en la eficiencia productiva y en la competitividad externa. Para ello era fundamental la reducción rápida de la inflación a niveles internacionales, lo que facilitaría el sostenimiento de un tipo de cambio real adecuado consistente con las metas de expansión monetaria.

Si bien la inflación en octubre se había reducido drásticamente, de continuar a esos niveles se hubiera agravado el retraso cambiario, dificultándose así el manejo monetario y cambiario. Asimismo, resultaba indispensable la puesta en marcha de las reformas estructurales necesarias para incrementar la eficiencia productiva, lo que evitaría la necesidad de un tipo de cambio muy alto.

Desde el inicio del programa, se contempló introducir instrumentos financieros para absorber el incremento de la liquidez, si la demanda de divisas no se adecuara a la oferta y a las metas monetarias. En setiembre se comenzó a dar los primeros pasos para la creación de obligaciones en moneda extranjera por parte del Banco Central. Este mecanismo podía ser utilizado en ese momento (si bien no después), ya que, por un lado, las tasas de interés en moneda extranjera se mantenían sujetas a un tope y, por otro lado, todavía no se había producido un flujo importante de capitales especulativos del exterior. No se introdujeron instrumentos en moneda nacional por la existencia de un sobrencaje bancario voluntario, hasta noviembre, que no venía siendo remunerado. Se pensaba entrar en un proceso de subasta de obligaciones monetarias una vez superado el sobrencaje.

Sin embargo, subsistía el problema de introducir instrumentos monetarios para absorber parte de la emisión en momentos en que las tasas de interés permanecían aún altas en términos reales. Es decir, el monto de obligaciones a emitir tenía un límite fijado por el riesgo potencial que significaba la formación de una "bola de nieve" de pasivos del Banco Central, que incluso podía seguir creciendo y que significaría emisión sólo por la acumulación de intereses.

Lamentablemente en octubre el Banco Central perdió su rumbo. Por razones políticas, el Ejecutivo designó tardíamente como presidente del Banco Central a un economista de poca experiencia. El problema era aún mayor, pues este nombramiento se produjo cuando se precisaba una definición rápida y clara de la política monetaria y cambiaria a seguir. Es así que recién en noviembre se readopta un programa monetario, ya que el nuevo presidente del Banco Central se opuso a la puesta en marcha del programa monetario pensando que se requerían varios meses para su elaboración.

De otro lado, a partir de octubre se inicia una discusión entre el Ministro de Economía y el Ministro de Industria sobre la eliminación de la sobretasa arancelaria. Esta sobretasa que elevaba los aranceles

incluso a un nivel superior al que habían solicitado los gremios empresariales, recién se elimina en diciembre después de una larga discusión que se hace pública. Sin embargo, la eliminación de la sobretasa no terminó con la incertidumbre que se había creado con respecto a la estructura arancelaria definitiva. A partir de enero, debido al mayor retraso cambiario, esta discusión se reinicia continuando hasta febrero. Es decir, durante los primeros siete meses del gobierno los aranceles nunca fueron definitivos sino que se percibieron como temporales, susceptibles de ser modificados en el corto plazo.

Esta indecisión sobre la estructura arancelaria contribuyó al retraso cambiario. Los importadores retrasaron sus importaciones al percibir el riesgo de que sus competidores pudieran traer posteriormente mercadería con aranceles más bajos.

A pesar de todos estos problemas el programa marchaba relativamente bien. La producción que había caído en agosto y setiembre, estando en setiembre la producción 25% por debajo del nivel de julio (último mes de Alan García), había recuperado en noviembre todo este descenso, siendo el nivel de producción no sólo superior al de julio de 1990 sino 1.3% superior al del mes de junio. Los ingresos fiscales, por su parte, mostraron una tendencia a una sustancial mejora. Así, en noviembre, los ingresos fiscales eran superiores en 30% en términos reales con respecto a octubre, mientras que durante la primera quincena de diciembre llegaron a ser 40% superiores en términos reales con respecto a la misma quincena del mes anterior.

Por otra parte, la inflación que había experimentado un rebrote en octubre debido posiblemente a la expansión monetaria del Banco Central, como a que los nuevos aranceles fijados al mes de setiembre elevaron la protección arancelaria de algunos bienes de consumo masivo, comenzaba nuevamente a descender.

Con respecto a la deuda externa, se habían comenzado los primeros tratos con los organismos multilaterales, se estaba buscando el aporte de

un grupo de apoyo para solucionar los atrasos, y a partir del 16 de octubre el gobierno comienza a pagar el servicio corriente al Banco Mundial y al Banco Interamericano de Desarrollo (BID). El reinicio de estos pagos fue una sorpresa para los propios organismos multilaterales que no esperaban el pago de este servicio cuando recién se iniciaba el programa. Esperaban sí algún pago de intereses como señal de que el país quería reintegrarse, y más que todo un cambio en la actitud de confrontación que había tenido el gobierno anterior.

Sin embargo, el optimismo de las autoridades con respecto a la rapidez con que vendrían los fondos de los organismos multilaterales llevó a iniciar rápidamente estos pagos, no presupuestados, cuando la situación fiscal era aún muy precaria. Esta mayor demanda de fondos, puso una restricción adicional a las cuentas fiscales, llevando a que el gobierno en su afán de obtener mayores ingresos fiscales introdujera reajustes bastante altos a los precios públicos. Esta situación se agravó aún más, ya que la reforma tributaria quedó reducida a sólo una simplificación de algunos tributos. Al mismo tiempo, el Comité de Caja demoró en formarse y nunca llegó a controlar las cuentas de las empresas públicas.

Fue así como el precio de la gasolina se elevó en 66% en diciembre. Estas medidas pusieron en serio riesgo el programa. La credibilidad era todavía muy frágil con respecto al éxito del programa, por lo que las expectativas inflacionarias renacieron. La inflación que había sido 5.9%, en noviembre, alcanzó 23.7% en diciembre y 17.8% en enero. En el Cuadro No. 3 se presenta la evolución de los principales indicadores macroeconómicos.

Este renacimiento de las expectativas inflacionarias llevó a que el Banco Central adoptara una política monetaria relativamente restrictiva en diciembre, que si bien fue efectiva en evitar un salto significativo en la inflación, lo hizo a costa de una recesión y una elevación de las tasas de interés. Esta recesión se agravó aún más en enero de 1991, al ser la política más restrictiva de lo programado, debido a errores en el manejo monetario del Banco Central. Así, las tasas de interés de operaciones de

Cuadro No. 3

INDICADORES ECONOMICOS TRIMESTRALES

Indicadores	90-II	90-III	90-IV	91-I	91-II	91-III
Presión tributaria 1/	4.6%	5.8%	8.8%	7.4%	7.4%	7.6%
Déficit fiscal 1/	6.8%	2.8%	1.7%	0.6%	-0.1%	0.3%
Tasa de crecimiento del PBI 2/	-0.5%	-14.6%	-13.1%	-10.1%	0.5%	12.7%
Balanza comercial 3/	112	248	269	63	33	(101)
Reservas internacionales netas 4/	(143)	427	531	499	754	944
Tipo de cambio real 5/	2.8	4.5	4.5	3.5	3.9	3.3
Inflación acumulada del trimestre	160.0%	823.0%	43.6%	38.8%	24.4%	23.5%
Inflación promedio trimestral	37.5%	109.8%	12.8%	11.6%	7.6%	7.3%
Tasa de interés activa nominal 6/	46.8%	40.0%	12.5%	23.8%	17.1%	12.1%
Sueldos en el sector privado 7/	709,364	397,474	374,184	327,901	333,596	348,974
Precios públicos 7/						
Gasolina de 84 octanos (intis/galón)	954	3,062	4,059	4,004	3,565	3,726
Electricidad doméstica hasta 100 KWH (intis/KWH)	1,972	6,613	6,545	5,242	4,482	4,885
Harina de trigo sin preparar (intis/kilo) 8/	2,594	3,372	2,501	1,724	1,518	1,542

Notas:

1/ Como porcentaje del PBI.

2/ Respecto al mismo período del año anterior.

3/ En millones de dólares.

4/ Reservas internacionales del Banco Central (en millones de dólares).

5/ Tipo de cambio real multilateral (en intis de julio de 1985).

6/ Tasa de fin de período correspondiente a un crédito en moneda nacional de hasta 360 días.

7/ En intis de 1989.

8/ Precio liberalizado en agosto de 1990.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú e Instituto Nacional de Estadística e Informática (diversas publicaciones).

Elaboración propia.

reporte en moneda nacional que habían llegado a ser 8.4% mensual en noviembre, alcanzaron niveles promedio de 15.9% y 18.7% en enero y febrero de 1991 respectivamente. De otro lado, el PBI desestacionalizado que en diciembre de 1990 se encontraba 3.6% por encima del de julio de 1990, cayó en 1.7% en enero frente a diciembre y en 1.8% en febrero frente a enero.

Los errores en el manejo del Banco Central en enero se produjeron por la falta de coordinación con el Tesoro y el Banco de la Nación. Así, por una parte el Tesoro terminó comprando más divisas de las que inicialmente anunció que iba a comprar, reduciendo así la emisión, mientras que por otra parte el Banco de la Nación acumuló fondos excedentarios temporales que causaron un fuerte descenso en el multiplicador bancario. Es decir, mientras el Banco Central emitía, el Banco de la Nación absorbía recursos del sector privado que luego no recirculaba en la economía. Esto llevó a que la liquidez se contrajera en 7% en términos nominales en enero con respecto a diciembre.

La contracción de liquidez a su vez agravó el problema del retraso cambiario. Frente a tasas de interés nominal mensuales de 20% en moneda nacional y un dólar que caía ligeramente en términos nominales, los empresarios trajeron dólares para no seguir pagando tasas de interés tan altas, aumentando así la oferta de divisas.

A este efecto se unieron otros errores por el lado del Banco Central, tales como el de haber financiado por 60 millones de dólares al Banco Agrario, lo que en el esquema de una meta monetaria terminó deprimiendo el tipo de cambio. Por otra parte el Banco Central eliminó el flotante que existía de Certificados de Libre Disponibilidad (CLDs). Este stock que alcanzaba casi 180 millones de dólares a fines de octubre de 1990, podía seguir siendo utilizado para importaciones por lo que era equivalente a aumentar la oferta neta de dólares en dicha cantidad.

A pesar de que cuando se dio esta medida el Banco Central tendría que haber salido con instrumentos de captación de dólares, la Administra-

ción del Banco Central no llegó a ejecutar esta medida. Estos factores se sumaron a las indefiniciones en la estructura arancelaria que fueran comentados anteriormente, que siguieron agravando el retraso cambiario hasta marzo de 1991.

Entre diciembre de 1990 y febrero de 1991, hay una sensación de desconcierto entre los agentes económicos. No se percibía un claro liderazgo en la conducción económica. Por un lado, dada la personalidad conflictiva del presidente del Banco Central, se interrumpieron las coordinaciones con el Ministerio de Economía. Por otra parte, el Ministro de Industria presentó en enero de 1991 un plan alternativo que ponía en cuestión el programa que se estaba llevando a cabo.

Además de la incertidumbre que producían estos enfrentamientos, la situación económica que se caracterizaba por una mayor inflación, una mayor recesión, un dólar retrasado y tasas de interés más elevadas, llevó a que la popularidad del gobierno se derrumbara. Esta situación terminó con la renuncia tanto del Ministro de Economía como del Ministro de Industria.

5. La Profundización del Programa Liberal y el Retraso Cambiario

El 15 de febrero se hace cargo de la cartera de Economía el Ministro Boloña, quien anuncia su programa el 11 de marzo.

El programa anunciado fue sorpresivo en la medida en que no se incluyeron los típicos reajustes de precios públicos. El programa más bien se centró en la profundización del proceso de liberalización. Así, se estableció una nueva estructura arancelaria con dos tasas de 15% y 25%, eliminándose las pocas exoneraciones y restricciones para-arancelarias que quedaban y se eliminó el monopolio estatal en importación de alimentos. El 80% de las partidas arancelarias se ubicaron en la tasa del 15%. De esta manera, la tasa de protección efectiva promedio

para el sector manufacturero se redujo de 44% a 24% y para el conjunto del aparato productivo de 17.2% a 12.7%^o.

Paralelamente se decretó la liberalización total del mercado cambiario. Se eliminó el requerimiento a los exportadores de entregar las divisas al Banco Central de Reserva, se liberaron las tasas de interés para los depósitos y colocaciones en moneda extranjera y se estableció el libre flujo de divisas por todo concepto entre el país y el exterior. Se estableció que el tipo de cambio sería establecido por la oferta y la demanda, con intervención del Banco Central.

Posteriormente se flexibilizó el mercado laboral, tanto por el lado de las modalidades de contratación como de causales de despido. Se introdujeron reformas en las aduanas y puertos, privatizando en este último caso algunas actividades, y se liberalizó el transporte, tanto urbano como interurbano. Por otra parte, luego de veintidós años de vigencia de la ley de reforma agraria, se dictaron disposiciones no sólo orientadas a asegurar mejor los derechos de propiedad en el campo, sino que se levantó el monopolio sobre la prenda agrícola que tenía el Banco Agrario y se decretó la libre compra y venta de tierras para parcelas mayores a 5 Has., permitiendo además que personas jurídicas pudieran ser propietarias de tierras.

Asimismo, se dieron medidas para la promoción de la inversión privada nacional y extranjera, liberalizándose plenamente la remisión de utilidades y suscribiéndose el convenio con el MIGA. Se dictó una nueva ley de bancos con el objetivo de permitir la modernización del mercado financiero, permitiendo la banca múltiple y se prohibió el tratamiento preferencial a cualquier institución financiera en detrimento de otras. Finalmente, se inició un proceso lento de privatización de empresas públicas.

^o Según estimaciones del Banco Central.

Si bien este conjunto de medidas despertó expectativas positivas entre los agentes económicos y estaba en línea con el programa económico original, el manejo de corto plazo fue relegado a un segundo plano. Era evidente que las reformas estructurales planteadas eran un complemento necesario a las medidas que ya se habían tomado, y ayudaron a mejorar las expectativas, pero de ninguna manera garantizaron la consolidación del programa de corto plazo.

Así, por ejemplo, hasta julio de 1991, la situación fiscal se mantenía precaria, la inflación mensual era relativamente alta, el retraso cambiario se había agravado y las descoordinaciones entre el Banco Central de Reserva y el Ministerio de Economía y Finanzas subsistían.

En el campo fiscal, si bien se había cerrado la caja, existían presiones que ponían en peligro el mantenimiento del equilibrio fiscal. Por un lado, no se planteó una reforma tributaria integral, a pesar de que existía consenso en que esta reforma era indispensable para consolidar la estabilización. De otro lado, no se logró una programación eficiente de los gastos públicos. De esta manera, al nivel reducido de gastos que existía, se agregaba la asignación ineficiente de los recursos fiscales.

La recaudación fiscal, a excepción del mes de abril de 1991, cuando se produce un repunte por razones estacionales, explicadas por los pagos de regularización del impuesto a la renta, no se llega a recuperar hasta el mes de julio. En ausencia de la reforma tributaria, el Ministerio de Economía, después de cuatro meses de inacción en el campo fiscal, recurre a nuevos impuestos extraordinarios tales como un impuesto del 1% sobre las acciones y un impuesto de 1% complementario, al patrimonio. De otro lado, se eleva el impuesto general a las ventas (IGV) de 14% a 16%, planteándose además la eliminación de todas las exoneraciones al mismo.

Sin embargo, las relaciones del Ministro de Economía con el Parlamento, a raíz de estas medidas y debido a la forma en que se negocia su aprobación, crearon fricciones que terminaron en la desestimación de la

eliminación de todas las exoneraciones al IGV propuestas por el Ministro, particularmente las referidas a los alimentos y las zonas de selva y frontera.

Los impuestos extraordinarios no resultaron suficientes para las necesidades fiscales, por lo que se tuvo que apelar a nuevos incrementos en los precios de los combustibles y las tarifas públicas. Estos incrementos lamentablemente se dieron en forma desordenada. Los incrementos iniciales fueron muy modestos aparentemente en un intento de mantener las expectativas positivas que habían surgido con el lanzamiento del programa de liberalización.

Posteriormente, los incrementos fueron de mayores niveles. Así, el precio de los combustibles que subió 5% a los dos meses de iniciada la gestión de Boloña se reajustaron sólo en 3% en mayo, después de un preanuncio que creó expectativas de incrementos mayores, para después reajustarse dos veces en el mes de junio, en 6% y 18% respectivamente. Luego, en julio no se produjo ningún reajuste y en agosto y setiembre se ajustaron en 11% y 9% respectivamente. Esta falta de definición en la política de precios públicos terminó generando incertidumbre que se tradujo en mayores expectativas de inflación.

Si bien el Comité de Caja terminó de organizarse con el Ministro Boloña, las empresas públicas continuaron fuera de su ámbito, no habiéndose avanzado lo suficiente en la programación del gasto, inclusive en el de corto plazo. Sin embargo, una medida esperada que puso en marcha el Ministro Boloña fue la reorganización de la Superintendencia Nacional de Contribuciones (SUNAT), la cual a pesar de los esfuerzos emprendidos todavía no llegó a rendir suficientes resultados.

En el lado de la política monetaria, se siguió un curso errático a lo largo de todo el primer semestre de 1991. Esto respondió a las descoordinaciones del Banco Central de Reserva con el Ministerio de Economía y Finanzas y el Banco de la Nación, y a vacilaciones en el cumplimiento

en la meta monetaria. El primer factor fue particularmente importante en el primer trimestre del año. Durante enero y febrero, el gobierno terminó comprando una mayor cantidad de divisas que lo previsto para el pago de los servicios de la deuda externa, mientras que en marzo resultó comprando menos que lo programado. Unido a esto, el Banco de la Nación no tuvo un manejo de caja adecuado, ya que mantuvo saldos significativos en el Banco Central, incrementándose el encaje efectivo. De esta manera, los meses de enero y febrero de 1991 resultaron más restrictivos, mientras que el mes de marzo fue más expansivo que lo programado.

Durante el segundo trimestre, la preocupación por la evolución del tipo de cambio produjo ciertas indecisiones operativas en el cumplimiento de las metas monetarias. Así en abril y mayo, frente a una tendencia alcista del precio del dólar, el Banco Central restringió sustancialmente las compras de divisas y, en consecuencia, la emisión. Este efecto monetario contractivo no pudo ser contrarrestado por demoras en la puesta en marcha de instrumentos monetarios que permitieran graduar más eficientemente la emisión en moneda nacional.

En el mes de junio sucedió lo contrario. Ante una presión a la baja del dólar, el Banco Central respondió incrementando las compras de divisas y, en consecuencia, se aumentó la expansión monetaria más allá de lo programado.

Recién a partir de julio la Administración del Banco Central comienza a cumplir con las metas programadas, y se introducen otros instrumentos monetarios como redescuentos y pagarés en moneda nacional y extranjera.

Uno de los problemas que ha venido enfrentando el programa de estabilización desde su inicio ha sido el llamado "retraso cambiario". Este problema se agravó durante la gestión del Ministro Boloña.

Como se explicó anteriormente, el retraso cambiario comenzó a acentuarse a partir del paquete de diciembre de 1990 y la contracción monetaria de enero. A partir de abril de 1991, se produce un repunte en el tipo de cambio respondiendo en gran medida al aumento de las importaciones que se produce tanto por haberse eliminado la incertidumbre sobre la estructura arancelaria, como por la nueva rebaja en los aranceles. Adicionalmente, la recuperación de la liquidez a partir de marzo y la desaparición de los CLDs influyeron en este resultado.

Esta tendencia alcista del dólar se mantuvo hasta el mes de mayo, produciéndose una leve burbuja especulativa en la tercera semana de ese mes, que fue cortada en un solo día con la venta de dos millones de dólares por parte del Banco Central.

A partir del mes de junio de 1991, la afluencia de capitales asume un rol mayor en la determinación del valor del dólar. Así, los depósitos en moneda extranjera que habían venido creciendo a un ritmo cercano a los 90 millones de dólares desde octubre de 1990, crecieron en 145, 160 y 98 millones en junio, julio y agosto respectivamente.

Este fuerte crecimiento de depósitos fue incentivado por la liberación de los topes en la tasa de interés en moneda extranjera. Hasta mediados de marzo de 1991, las tasas pasivas en moneda extranjera tenían un tope equivalente a la tasa libor más 1%. Al liberarse las tasas de interés en moneda extranjera, las tasas pasivas llegaron al 12% anual, mientras que las activas alcanzaron el 25% anual en julio. Asimismo, al tenerse un encaje marginal del 30%, la oferta de divisas se incrementaba debido al multiplicador bancario.

De otro lado, las tasas de interés en moneda nacional se situaron en niveles significativamente más altos que los de moneda extranjera alcanzando las tasas activas el 18% mensual en julio, mientras que el valor nominal del dólar caía. Esto trajo como consecuencia no sólo que las empresas prefirieran créditos en dólares para pagar sus gastos domésticos sino que muchas se vieran estimuladas a traer sus recursos

propios del exterior para evitar los elevados costos financieros. Ciertamente este incremento en la disponibilidad de divisas influyó en el retraso del tipo de cambio.

A fines de julio y comienzos de agosto de 1991, el programa económico daba señales de agotamiento. Se tenía la sensación de que el nivel de inflación no descendería del 10%, que la producción seguiría estancada y que el retraso cambiario se iba a mantener por un tiempo prolongado.

Sin embargo, al aplicarse desde julio un programa monetario de tasas decrecientes de incremento de la emisión y al haberse comenzado a recircular por parte del Banco Central los fondos del Banco de la Nación y el Instituto Peruano de Seguridad Social, y a iniciarse las operaciones de mercado abierto, se logró tanto el descenso de las tasas de interés en moneda nacional, como una tendencia a la baja de la tasa de inflación. De otro lado, las negociaciones exitosas con los organismos multilaterales y el Club de París, en setiembre de 1991, revirtieron parcialmente las expectativas negativas que existían.

6. Evaluación y Perspectivas

La concepción del programa económico del 8 de agosto de 1990 fue en gran medida correcta. No había otra opción que un programa de choque para corregir los fuertes desequilibrios macroeconómicos y revertir las expectativas inflacionarias. A pesar de las dificultades que existían en determinar los nuevos niveles de los precios públicos y del tipo de cambio, los valores que se establecieron no resultaron estar muy alejados de los posibles valores de equilibrio. 7

El cierre de la brecha fiscal, elemento central del programa de estabilización, se logró, a pesar de que se partía de un nivel de presión tributaria sumamente bajo (4% del PBI), y donde prácticamente no había margen para la reducción de los gastos fiscales.

Asimismo, la política monetaria y cambiaria favorecieron una rápida remonetización de la economía, una deflación inicial del orden del 30% que duró un mes y que revirtió las expectativas inflacionarias. Al mismo tiempo, el tipo de cambio de referencia para la fijación de los precios públicos funcionó como un ancla nominal que facilitó la sincronización de los diferentes precios.

De otro lado, si bien el ajuste drástico aplicado, contrajo la liquidez real en forma significativa, llevando a una severa recesión, ésta se comenzó a revertir a los tres meses de aplicado el programa. Así, al mes de noviembre se estimaba que el nivel de actividad económica superaba el nivel existente antes del ajuste.

Sin embargo, los errores que se produjeron en la puesta en marcha del programa impidieron que la reducción de la inflación fuera más rápida y contundente, y que a fines de 1990 parte de lo ganado en la lucha anti-inflacionaria y en la credibilidad en el programa, se revirtiera.

Por un lado, la reforma tributaria que se concibiera que entrara a funcionar a los tres meses del programa en sustitución de los ineficientes impuestos de emergencia, no se llegó a realizar. De esta manera, no se consolidó el equilibrio fiscal, por lo que en el mes de diciembre se optó por un segundo incremento en los precios públicos, que no sólo revirtió las expectativas favorables que se habían generado, sino que frustró la incipiente recuperación de la actividad económica.

Otro tanto sucedió con las indefiniciones sobre la reforma de la estructura arancelaria. Las discusiones prolongadas que se suscitaron en torno a ella retrasaron las importaciones, no permitiendo que la apertura comercial complementara el proceso de desinflación. Igualmente, la demora en las acciones del Banco Central, para iniciar un mejor control de la oferta monetaria, luego de la remonetización inicial, favoreció la reaparición de las presiones inflacionarias.

A esto se sumó la erraticidad posterior en la política monetaria y la falta de liderazgo en el Ministerio de Economía, que terminó con el cambio de Ministro en el mes de febrero. Con la nueva conducción, se inicia la etapa de las reformas estructurales, orientadas a la liberalización de la economía. Estas permitieron un relanzamiento del programa económico, el cual hacia mayo y junio de 1991 se fue agotando, nuevamente por indefiniciones en la política monetaria y fiscal.

El éxito del proceso de reinserción en la comunidad financiera internacional y la mejora en la definición y operatividad de las metas monetarias y de la política de precios públicos, permitieron hacia el mes de setiembre una reducción en la tasa inflacionaria y el resurgimiento de una confianza más extendida en el programa, aunque se mantenía el retraso cambiario.

De haberse mantenido el control monetario, la política de precios públicos consistente con él, y de haberse concluido lo más pronto posible las reformas estructurales, existían grandes posibilidades de éxito en la reducción de la tasa de inflación. Donde pareciera radicar la mayor dificultad es en la superación del retraso cambiario y en el riesgo de una crisis financiera, de mantenerse las altas tasas de interés.

En la medida en que se vaya generando credibilidad en la persistencia de las medidas y que las reformas estructurales promuevan una mayor eficiencia productiva, se atenuarán los efectos negativos del retraso cambiario, y se permitirá una reducción en las tasas de interés.

Si estos resultados favorables no tardan demasiado en llegar, el programa se consolidará y se evitará el riesgo de cualquier reversión indeseable en las medidas.

Bibliografía

BANCO Central de Reserva del Perú, *Nota Semanal*, varios números, Lima, 1991.

Cuánto S.A., *Revista Cuánto*, octubre de 1990, Lima.

Velarde, J. y M. Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestanflación: Perú 1985 - 1990*, Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacifico, 1992a, en prensa.

Velarde, J. y M. Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*, Documento de Trabajo No. 1, Lima: Centro de Investigación de la Universidad Pacifico, 1992b.

Velarde, J. y M. Rodríguez, *Los problemas del orden y velocidad de la liberalización de los mercados*, Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacifico, Lima, 1992c. en prensa.

The World Bank, *Perú. Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery*, Washington, D.C., 1989.

*Se terminó de imprimir
el 10 de julio de 1992
en los talleres gráficos de la
Universidad del Pacífico
Avenida Salaverry 2020
Lima 11 - Perú*