

documento de trabajo

REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN

Bruno Seminario



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



consorcio
de investigación económica

Bruno Seminario

REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



**consorcio
de investigación económica**

LIMA - PERÚ
1995

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

REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN

Bruno Seminario

1a. Edición: agosto 1995

Diseño de la carátula: Chantal Nichtawitz

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

BUP - CENDI

Seminario De Marzi, Bruno

Reformas estructurales y política de estabilización. -- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1995. -- (Documento de Trabajo ; 22)

**/POLÍTICA ECONÓMICA/POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN/AJUSTE
ESTRUCTURAL/ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA/PERÚ/**

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 la ley.

ÍNDICE

Introducción	11
1. El nuevo marco institucional de la política económica ..	16
1.1 Historia del programa de estabilización	22
1.1.1 Primera etapa: la transición hacia el nuevo régimen	22
1.1.2 Segunda etapa: las metas monetarias	26
1.1.3 Tercera etapa: golpe de Estado y apreciación real	28
1.2 Aspectos generales de la política económica	29
1.2.1 Inflación, devaluación y dinámica de precios relativos	30
1.2.2 El nivel de actividad y las reformas estructura- les	33
1.2.3 Tributación y gasto fiscal	36
1.2.4 Dolarización y crisis de balanza de pagos	45
2. Dolarización y política económica	46
2.1 La estructura financiera	48
2.2 El sector real	58
2.3 El equilibrio	59
2.4 Principales resultados	65

2.4.1	La política monetaria	66
2.4.2	La política fiscal	74
2.5	La dinámica de los precios y la tasa de cambio	78
2.6	La dinámica de la demanda efectiva y el tipo de cambio	84
2.6.1	Ciclos de "stocks" y tipo de cambio real	85
2.6.2	Las expectativas de corto plazo y el tipo de cambio real	88
3.	Dinero fiscal y nivel de actividad	96
3.1	El sector real	97
3.2	Los mercados financieros	100
3.3	El equilibrio	104
3.4	Principales resultados	109
3.4.1	El efecto de la política fiscal	110
3.4.2	El efecto de la política monetaria	117
4.	La apertura externa	119
4.1	Aspectos básicos de la apertura externa	A 121
4.1.1	La reforma comercial	121
4.1.2	La apertura financiera	129
4.2	Balanza de pagos y apertura comercial	133
4.2.1	La evolución de las exportaciones e importaciones	137
4.2.2	La evolución de los servicios no financieros	142
4.3	El impacto sobre las finanzas públicas	143
5.	Conclusiones	146
	Bibliografía	150

ÍNDICE DE CUADROS

1.	Principales indicadores económicos en julio de 1990	23
2.	Emisión, inflación y devaluación: julio-diciembre de 1990	25
3.	Las etapas de la desinflación_____	31
4.	PBI: variación semestral	34
5.	Decretos de emergencia	38
6.	Medidas extraordinarias aplicadas en 1991.	39
7.	Medidas tributarias durante 1992.	41
8.	Estructura porcentual de los ingresos corrientes del Gobierno Central_____	42
9.	Estructura porcentual de los ingresos corrientes del Gobierno Central: proyecciones del FMI.	42
10.	La estructura financiera	49
11.	Las tasas de interés	50
12.	Restricciones paraarancelarias a las importaciones.	122
13.	La reforma comercial	123
14.	Protección efectiva antes y después de la reforma de 1990	124
15.	Estructura arancelaria	126
16.	Protección efectiva a la industria luego de la segunda reforma	128
17.	Balanza de pagos	133
18.	Tasas de interés en moneda extranjera.	134
19.	Dolarización del sistema bancario.	136
20.	Importaciones FOB por usos	139
21.	Exportaciones FOB por tipo_____	142

ÍNDICE DE GRÁFICOS

1.	Tasas de inflación mensual en el sector transable y no transable	33
2.	El equilibrio monetario	62
3.	El equilibrio de corto plazo	63
4.	El efecto de la política monetaria no anticipada	68
5.	El impacto de la política monetaria anticipada	71
6.	El efecto de una mejora en la reputación internacional	72
7.	El efecto de una contracción en el gasto público	75
8.	El efecto de una reducción transitoria del gasto fiscal	77
9.	El impacto de un shock de oferta	78
10.	El impacto de la política monetaria sobre el tipo de cambio real	82
11.	El ciclo amortiguado del tipo de cambio	87
12.	La dinámica del producto en el sistema austriaco de producción	91
13.	El multiplicador, la política monetaria expansiva y el tipo de cambio	92
14.	La política fiscal expansiva: el efecto impacto	93
15.	Anuncios y expectativas de corto plazo	95
16.	Equilibrio en el mercado de crédito	108
17.	Equilibrio general del modelo	109
18.	Efectos de la política fiscal pura cuando es financiada reduciendo los saldos de encaje que el Banco de la Nación mantiene en el Banco Central	111
19.	Efectos de la política fiscal expansiva cuando es financiada reduciendo el crédito interbancario del Banco de la Nación	113
20.	El impacto macroeconómico de la política de precios públicos	116
21.	El efecto de la política monetaria expansiva instrumentalizada mediante incrementos en el flujo programado de emisión	118
22.	Las importaciones durante la apertura comercial	140
23.	La balanza de recursos durante la apertura comercial	140
24.	Participación de la recaudación de origen externo en los ingresos tributarios totales	144
25.	Recaudación de origen externo como porcentaje del PBI	144

Introducción

Cuando Carlos Boloña anunció, el 11 de marzo de 1991, su programa económico a la Nación, inició quizás el más serio intento de ruptura con el modelo económico y político establecido por el régimen del Gral. Juan Velasco Alvarado, a inicios de la década de los setenta. El nuevo Ministro de Economía, marcando una peculiar distancia con sus antecesores, no anunció modificación alguna en el esquema vigente de política económica de corto plazo, sino un conjunto de "reformas estructurales" que tenían como objeto restablecer en el Perú el modelo liberal de crecimiento económico.

El nuevo programa de "reformas estructurales" comenzó, en realidad, a ejecutarse desde inicios del gobierno del ingeniero Fujimori, ya que "existía el convencimiento de que se debería emprender una serie de reformas estructurales que reforzaran el rol del mercado en la actividad económica del país"¹. Sin embargo, el programa sólo adquirió forma y características definitivas con el ingreso del ministro Boloña, quien dio un impulso decisivo a las reformas. Los intentos iniciales fueron bastante lentos y poco coordinados, puesto que las autoridades económicas no tenían aún definidas las reformas a ejecutar ni la prioridad de cada una de ellas.

1. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*. Documento de Trabajo No. 4, Lima: CUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, p. 33.

Las reformas fueron implementadas en tres momentos sucesivos: julio de 1990 (eliminación de los controles de precios y de los controles cambiarios y primera etapa de la apertura comercial); marzo de 1991 (segunda etapa de la apertura comercial, reforma financiera y eliminación total de las trabas que impedían la libre movilidad internacional del capital); y, octubre de 1990 (nuevas leyes laborales, leyes promotoras de la inversión, desregulación general de la actividad económica e inicio del proceso de privatización).

Con el programa de ajuste estructural, la política económica de Fujimori consolidó su orientación neoliberal. Las reformas, al cuestionar aspectos esenciales para el funcionamiento de la economía peruana, han puesto en acción un conjunto de fuerzas y procesos que pueden tener un impacto profundo e irreversible sobre el aparato productivo y la organización de la vida económica del Perú. Por otro lado, las reformas cierran el ciclo histórico que se inició a finales de la década de los cincuenta; y, probablemente, señalen la transición hacia un nuevo modelo de acumulación de capital.

El objetivo general de las reformas es establecer un nuevo marco institucional para las actividades económicas promoviendo cambios en las distintas formas asumidas por el proceso de regulación. La nueva propuesta estructural se sustenta, según sus defensores, en argumentos teóricos y empíricos:

"Desde el punto de vista teórico, es evidente que los controles de precios o las restricciones cuantitativas introducen distorsiones en los mercados, impidiendo una eficiente asignación de recursos y limitando así las posibilidades de crecimiento económico. De otro lado, las experiencias exitosas en términos de crecimiento económico se han dado en economías con mercados libres y abiertos a la competencia externa, como es el caso de gran parte de los países industrializados y de algunos países en desarrollo. No se conocen casos de economías con controles generalizados que hayan mostrado un crecimiento acelerado y sostenido."²

2. Velarde. Julio y Malilla Rodríguez, *op. cu.*, p. 9

Estas proposiciones, ampliamente conocidas y compartidas por los economistas de orientación liberal³, son silentes respecto a las características del proceso de transición de una economía distorsionada a una economía de libre mercado. Esta omisión es fácil de explicar si se considera que la mayor parte de las experiencias de liberalización se dan en coyunturas bastante peculiares. El caso típico supone un contexto inicial con un programa de estabilización en curso, profundos desequilibrios macroeconómicos y la existencia de externalidades e imperfecciones en los mercados. Debido a ello, es necesario el diseño de una "estrategia de liberalización" que minimice los costos de la transición adaptando las políticas a ejecutar a una determinada experiencia en particular. Los problemas involucrados implican la definición y precisión de la **secuencia y velocidad** con la cual se debe proceder en la implementación de las distintas medidas de ajuste estructural.

La práctica internacional aconseja una secuencia temporal gradual que establece primero la liberalización de los mercados de factores de producción, luego la apertura comercial y, finalmente, la apertura de la cuenta de capitales. Esta secuencia, supuestamente, minimiza los costos de ajuste del proceso de transición; y está inspirada en el análisis de los procesos de ajuste estructural ejecutados por los países del Cono Sur. En Chile, por ejemplo, se introdujo la reforma comercial y después la financiera. Argentina, en la década de los setenta, optó por la estrategia opuesta. El éxito del primer país y el fracaso del segundo parecerían mostrar las bondades del esquema chileno.

La liberalización del mercado de factores tiene como propósito fortalecer la capacidad de respuesta y adaptación de las distintas unidades de producción. El incremento en la flexibilidad prepara a las empresas para enfrentar los efectos de la apertura comercial. La apertura financiera debe realizarse al final, ya que de otro modo un flujo masivo de capital extranjero podría apreciar el tipo de cambio real y minar la capacidad competitiva de la economía⁴.

3. Los defensores de la política económica del ingeniero Fujimori piensan que éstos constituyen la gran mayoría de los economistas.

4. Esta secuencia no es la única propuesta. Una alternativa posible es remover las distorsiones en el mercado de capitales domésticos y reducir el déficit fiscal. En un segundo término, se prosigue con la apertura comercial y financiera; se eliminan los controles cambiarios; y se establece un régimen de flotación del tipo de cambio. Para más detalle, consultar Velarde, Julio y Martha Rodríguez, op cit.

El proceso de liberalización procedió, en el caso particular del Perú, de un modo bastante desordenado. La secuencia adoptada por las autoridades económicas ha sido, en todo caso, bastante "curiosa": primero se liberalizó el mercado de capitales y se ejecutó una apertura comercial parcial; a los pocos meses, la cuenta de capitales y se profundizó la apertura comercial; luego, se iniciaron reformas en los mercados restantes.

La lógica de esta estrategia nunca ha sido explicada por las autoridades económicas. Ella contradice las recomendaciones de los organismos internacionales que aconsejan el gradualismo secuencial descrito en los párrafos anteriores⁵. Algunos economistas han intentado justificar esta forma de proceder aduciendo razones de índole práctica y política. Las razones prácticas postulan la imposibilidad de controlar los movimientos internacionales de capitales, dado el gran desarrollo alcanzado por el sistema financiero internacional. Las razones políticas desaconsejan la estrategia gradual, puesto que ésta es más fácil de revertir si las condiciones políticas cambian⁶.

La ejecución desordenada del ajuste estructural ha magnificado innecesariamente los costos de la transición. El aparato productivo ha tenido que ajustarse en un entorno desfavorable y, por esta razón, el costo pagado en términos de pérdida de producto y empleo ha sido bastante elevado.

"Cuando la buena práctica internacional, buscando no agravar innecesariamente el grado de recesión interna, sugeriría que la apertura del comercio exterior debía venir después de flexibilizar el mercado interno de bienes y factores o, más a mi gusto, tomar

5. Al respecto, consultar Campodónico, Humberto, *Elementos para el análisis del programa de ajuste estructural en el Perú*, Boletín de Opinión No. 6, Lima: Consorcio de Investigación Económica, 1992.

6. El ministro Boloña y los economistas que comenzaron a ejecutar el programa de reformas, probablemente, encontraron motivos para dudar de la ideología liberal del Presidente de la República. Por esta razón, aprovecharon la primera oportunidad para ejecutar su programa. Una vez que éste entrara en operación, sería virtualmente imposible su reversión. Las circunstancias políticas del Perú de principios de los noventa facilitaron este proceso. Ningún grupo organizado ha cuestionado hasta ahora las reformas liberales. La situación es, a este respecto, muy similar a la que enfrentaron los funcionarios del gobierno militar del Oral. Velasco Alvarado. La debilidad de las instituciones políticas nacionales, el escaso poder de los grupos económicos dominantes y la fragmentación de la sociedad civil, facilitan -lamentablemente- estas aventuras oportunistas.

impulsos de la competitividad en el sector transable. Nuestro gobierno decidió a trompicones, es cierto, hacer todo más o menos a la vez sin esperar... Cuando la buena práctica internacional, buscando no deprimir excesivamente la tasa de cambio y la competitividad de los transables, sugeriría que la liberalización de la cuenta de capitales se hiciera después de la del comercio exterior, se mezclaron ambas, produciéndose el deterioro cambiario conocido."⁷

El estudio presentado a continuación tiene como objeto el análisis de las relaciones entre la política de estabilización y el programa de reforma estructural: discute los principales problemas del proceso de liberalización, intento clarificar la operación macroeconómica de las distintas fuerzas involucradas y, finalmente, presenta una reseña de las principales medidas adoptadas.

Con el propósito de alcanzar las metas arriba señaladas y facilitar la descripción ordenada de los distintos eventos de política económica, proponemos distinguir tres grandes aspectos en el seno del programa de ajuste y reforma estructural:

- i). El nuevo marco institucional de la política económica,
- ii). La apertura comercial y financiera.
- iii). La reforma institucional del Estado y la desregulación de los mercados.

El programa de cambio estructural comenzó definiendo un marco alternativo para la política macroeconómica de corto plazo. Éste tenía como piedras angulares a los siguientes elementos: el sistema de flotación sucia, el método de caja para el control fiscal y la programación discrecional de la emisión primaria.

El nuevo esquema de regulación constituyó una novedad. Con él, las autoridades económicas abandonan las políticas que manipulaban directamente el sistema de precios en favor de otras que hacían un uso intensivo de mecanismos de mercado. El tránsito hacia el nuevo sistema fue facilitado por la

7 Para más detalles, consultar Iguñiz, Javier "No merecemos esto", en *Moneda* No. 54. Lima: Banco Central de Reserva del Perú, diciembre 1992

experiencia previa de hiperinflación. Ella produjo la total inoperancia del sistema de control directo y permitió una experiencia inicial con los mercados libres⁸.

Los capítulos iniciales del presente estudio sistematizan los aspectos más relevantes de la operación concreta del nuevo modo de regulación macroeconómica. El primer capítulo detalla los antecedentes históricos y presenta una breve historia del programa de estabilización. El segundo capítulo examina la operación de las políticas fiscal y monetaria. El tercer capítulo estudia el impacto del dinero fiscal y enumera los principales problemas de implementación.

La segunda parte del informe está dedicada a discutir las principales características de la política de apertura externa. El cuarto capítulo resume las principales medidas y discute los efectos iniciales de estas reformas. La primera parte sintetiza los aspectos más relevantes de la apertura comercial. La segunda sección estudia la dinámica de la entrada de capitales y la evolución de las principales variables que afectan la balanza de pagos.

El quinto capítulo concluye el informe e intenta una evaluación preliminar de la viabilidad económica de largo plazo de la nueva estrategia de desarrollo. Esta sección finaliza enumerando los principales temas futuros de investigación.

1. El nuevo marco institucional de la política económica

A inicios de la década de los setenta, después de las reformas propulsadas por el gobierno del Gral. Velasco Alvarado, se consolidó el arreglo institucional que rigió la política económica de los últimos veinte años. La característica básica de este modo de regulación fue la expansión de la intervención del Estado en la economía mediante el control de una fracción estratégica de la capacidad de producción -empresas estatales- y la intervención directa en el sistema de precios relativos. Bajo estas condiciones, "los precios controlados se convierten en un instrumento de política macroeconómica que puede ser

X. Dos experiencias son de particular relevancia: los intentos de control del mercado informal de dólares y el mercado libre de instrumentos financieros de corto plazo.

usado para objetivos macroeconómicos: cerrar la brecha fiscal, reducción de la tasa de inflación, o tornar rentables las empresas estatales"⁹.

Este régimen implicó un proceso de regulación macroeconómica concentrado, de un modo casi obsesivo, en el manejo o manipulación de los "precios básicos" de la economía: el salario nominal, el tipo de cambio y los precios cuya producción monopolizaba el Estado. La tarea esencial de un Ministro de Economía, en este contexto, era la de establecer y anunciar, a intervalos más o menos periódicos, una larga lista de precios. El anuncio, llamado "paquete", proporcionaba a los agentes económicos la pieza central del nuevo orden nominal de la economía.

En estas circunstancias, el uso de instrumentos orientados al logro de un control de los flujos financieros tenía escaso sentido: la política monetaria se subordinó, por esta razón, al desarrollo de las demás variables macroeconómicas respondiendo pasivamente a los impulsos del sector real. Por lo tanto, las autoridades monetarias poseían escaso poder discrecional. El Banco Central anunciaba la tasa de cambio y modificaba, según las características de la coyuntura, las tasas de interés, los requerimientos legales de encaje y el monto o composición de las líneas de crédito que otorgaba directa o indirectamente al sector privado. Esta práctica y concepción teórica de la política monetaria reflejó quizás el espíritu de los tiempos y la formación académica de los cuadros gerenciales del gobierno, que consideraban a las variables nominales como elementos de poca importancia para la marcha del sistema productivo global.

La mecánica operativa básica de este régimen fue estudiada en un trabajo de Oscar Dancourt, donde se presenta un modelo que refleja los principales procesos macroeconómicos en operación y las consecuencias de los mismos sobre el producto, sector externo y nivel de empleo¹⁰. El modelo de Dancourt

9. Dancourt, Oscar, "Un modelo macroeconómico de corto plazo y la política económica del Perú: 1970-1984", en Alarco, Hermán (Comp.), *Modelos macroeconómicos en el Perú: nuevos aportes*, Lima: CIUP, 19X6. p. 137.

10. Consultar Dancourt, Oscar, *op. cit.* Resulta (también interesante el trabajo de Duarte, Ienzo y Alejandro Góniez, "Déficit fiscal, precios públicos e inflación: un modelo dinámico", en *Ensayos sobre la realidad económica peruana I*, Cuadernos de Investigación No. 19, Lima: CIUP. 1993. pp. 69-91

permite diferenciar tres coyunturas básicas: la expansiva, la recesiva "típica" y la recesiva "atípica". Cada coyuntura se apoya en una alineación particular de los precios "básicos" reales y representó un momento del ciclo económico peruano.

La coyuntura expansiva se produce cuando la política estatal facilita un ritmo de incremento en los salarios nominales por encima de los incrementos del tipo de cambio y de los precios controlados. Se produce, en estas circunstancias, una elevación en el nivel de precios y en el nivel de actividad. Acompañan al proceso, un deterioro de las cuentas externas y de las cuentas fiscales.

La recesión "típica" involucra una política opuesta, es decir, una expansión del ritmo de incremento en los salarios nominales por debajo de las tasas de incremento del tipo de cambio y los precios públicos. El resultado produce una combinación de inflación y recesión. Las cuentas externas y fiscales muestran una mejora.

La recesión "atípica" se produce cuando un paquete fuerza un ritmo de incremento en los precios controlados superior al del tipo de cambio y los salarios nominales. El resultado final produce una recesión con atraso cambiaria. Las cuentas fiscales y externas mejoran¹¹.

La política de fijación de los precios básicos ha poseído, a lo largo del tiempo, características diversas que han dependido de las respuestas y estrategias desarrolladas por el sector privado para defenderse de la misma. En una etapa inicial, las autoridades económicas podían forzar cambios en los precios reales con relativa facilidad, ya que los contratos privados tenían como referente principal una situación de estabilidad de precios. La situación forzó, sin embargo, al desarrollo de distintos mecanismos de defensa: indexación parcial y dolarización, principalmente. Éstos minaron la capacidad de los gestores de política económica para producir cambios duraderos en la estructura de precios relativos; y condujeron, en última instancia, hacia la total ineffectividad de estos intentos. Cuando, finalmente, se produjo la hiperinflación, las condiciones ya estaban maduras para establecer un nuevo estilo de hacer política económica.

II Una recesión "típica" se produce por una crisis clásica de balanza de pagos. La recesión "atípica" es un episodio extraño. El paquete de Salinas de 1988 y el Fujishock son quizás los ejemplos históricos mas próximos.

La transición hacia un nuevo régimen no se inició con el gobierno de Fujimori. Se insinuó en la última fase del gobierno de Alan García, con la gestión del ministro Vásquez Bazán, quién demuestra a cabalidad la íntima vinculación que existía entre la tasa de cambio informal y la tasa de crecimiento de la liquidez en moneda nacional. El nuevo esquema, sin embargo, sólo adquirió forma y coherencia definitivas al instrumentalizarse el actual programa de estabilización.

En efecto, el programa de ajuste estructural comenzó definiendo un nuevo marco institucional para la política económica, el cual otorgaba al mercado la potestad para fijar los "precios básicos" de la economía, a la vez que recuperaba para las autoridades económicas la capacidad de control de los distintos agregados nominales.

El nuevo sistema de regulación contenía dos piedras angulares: el control fiscal mediante el método de caja y el control monetario mediante la programación mensual de la emisión primaria. El nuevo régimen estableció todo un nuevo estilo de política económica, al otorgar a la autoridad monetaria un inusitado poder discrecional que le permitía obtener, por primera vez en la historia económica del Perú, el poder necesario para controlar y programar efectivamente los distintos agregados monetarios.

En el nuevo marco institucional, el método de caja posibilitaba el control de la tasa de expansión de la oferta monetaria por causas internas. La supresión o limitación de la monetización del déficit económico del sector público permite al Banco Central fijar, sin ninguna limitación, la tasa de crecimiento del crédito interno neto: y, por esta razón, constituye una pieza fundamental del proceso de programación discrecional de la emisión primaria.

El método de caja implica la concentración de las decisiones de caja en un órgano central, el cual se encarga de distribuir y autorizar la aplicación de los recursos fiscales entre las diferentes instancias que componen la administración pública.

El sistema de tasa de cambio flotante permite liberar al Banco Central del compromiso de fijar el tipo de cambio; y, por esta razón, suprime la necesidad imperativa de crear dinero por causas externas.

La práctica concreta de la programación monetaria puso rápidamente en evidencia varios problemas operativos. Existía, en primer lugar, la necesidad de definir un procedimiento que permita al Banco Central contar con los instrumentos necesarios para el control eficiente de la oferta monetaria. En segundo lugar, era necesario establecer claramente el agregado monetario a controlar. En tercer lugar, era indispensable coordinar los objetivos secundarios y primarios de la política monetaria.

El procedimiento de control monetario se basó, inicialmente, en dos elementos: las operaciones de cambio y la regulación de las tasas de encaje. Estos fueron, en una etapa posterior, completados con operaciones de mercado abierto -colocaciones de pagarés y certificados emitidos por el Banco Central- y por un sistema complejo de manejo financiero de los recursos excedentarios del Estado. El papel central del mercado cambiario en la programación monetaria se explica considerando el escaso desarrollo del mercado monetario en el Perú. Debido a esta situación, no existían instrumentos financieros alternativos con un grado suficiente de liquidez y con mercados organizados, extensos, claros y transparentes¹².

La programación monetaria tomó como agregado objetivo a la base monetaria¹³. Esta elección parece considerar las limitaciones operativas del Banco Central y los límites que impone el mercado financiero, las cuales impiden el control efectivo de un agregado monetario más amplio.

Este esquema básico de programación y control generó numerosos problemas de carácter práctico. Éstos se vinculan con el manejo estacional de los excedentes financieros del sector público y con el conjunto de operaciones destinadas a impedir una excesiva volatilidad de la tasa de cambio.

12. El escaso desarrollo del mercado financiero impone límites severos al programa de reformas estructurales. La inexistencia de papeles seguros y líquidos y el alto riesgo de los existentes, convierte al mercado cambiario en el único apto, dada su extensión y funcionamiento más o menos transparente, para las tareas de control monetario.

13. La base monetaria se definió como la suma del circulante en poder del público y las reservas en moneda nacional de todo el sistema financiero. Con ello, descartando las fluctuaciones en el valor del multiplicador, se garantiza el control de un agregado monetario amplio llamado "Liquidez en Moneda Nacional", que comprende al circulante, las cuentas corrientes y a todos los depósitos cuasimonetarios en moneda nacional en poder del sector privado y el sector público.

La administración eficiente de los excedentes financieros del gobierno, debido a los efectos que posee sobre el multiplicador bancario, resulta fundamental si se desea garantizar condiciones más o menos fluidas en el mercado de crédito. Las cuentas fiscales del Perú son normalmente superavitarias en el primer semestre del año y deficitarias en el segundo. Este fenómeno determina un patrón de acumulación de activos financieros por parte del gobierno que, mal administrado, puede provocar la asfixia financiera del sector privado. El manejo técnico de este problema, en las fases iniciales de implementación de la nueva política monetaria, fue bastante deficiente. Este hecho reforzó el atraso cambiario y elevó innecesariamente el nivel de las tasas de interés. La programación monetaria parece haber superado, en estos últimos meses, dichos problemas.

La administración de la volatilidad de la tasa de cambio es un objetivo secundario de la política monetaria. Éste, sin embargo, frecuentemente ha impedido al Banco Central cumplir con sus metas de emisión. El logro de este objetivo secundario requiere el desarrollo de mecanismos que permitan esterilizar el efecto monetario de las operaciones de cambio. Se ha logrado encontrar una solución provisional, dolarizando el dinero público.

La historia concreta del nuevo régimen macroeconómico de control puede subdividirse en tres fases de desarrollo. La primera cubre la gestión del ingeniero Hurtado Miller, la cual estuvo dominada por los efectos secundarios inducidos por el "Fujishock". Esta etapa fue un período de transición e indecisión. La política económica, en esta fase, tuvo dos objetivos esenciales: i) la amortiguación de los efectos reales del "shock" antiinflacionario; y, ii) la eliminación gradual del complejo sistema de controles montado por la anterior administración económica.

La segunda etapa se inició con el nombramiento de Carlos Boloña, en febrero de 1991, y finalizó con el golpe de Estado del cinco de abril de 1992. En ella, se consolidó la orientación neoliberal de la política económica y se promulgaron los principales decretos que establecen la reforma estructural. La dinámica estuvo dominada por el nuevo sistema de metas monetarias y la entrada de capital especulativo de corto plazo.

La tercera etapa comenzó el cinco de abril y se prolonga hasta el presente. La gestión macroeconómica, en esta etapa, supera varios problemas administrativos

e introduce cambios importantes en los procedimientos de control monetario. Los nuevos procedimientos permitieron reducir la volatilidad de la tasa de cambio, recuperar el valor del tipo de cambio real e iniciar, después de la renuncia de Boloña, una nueva fase de crecimiento de la producción.

En este capítulo, se intenta sintetizar los desarrollos coyunturales más relevantes y destacar las principales regularidades empíricas. La primera parte describe los aspectos más importantes de las políticas fiscal y monetaria. La segunda sección analiza los desarrollos empíricos más importantes.

1.1 Historia del programa de estabilización

La historia del programa de estabilización ha tenido un curso sinuoso y complicado. Cuando Fujimori asumió la presidencia, se esperaba -dado sus anuncios preelectorales- una política radicalmente distinta. El "shock" de agosto de 1990 representó, por esta razón, un viraje radical que imposibilitó el diseño de una estrategia completa y coherente. Podemos, sin embargo, reseñar los principales eventos, para lo cual distinguiremos tres grandes etapas en la evolución del actual plan económico:

- i) Primera etapa: agosto 1990 - enero 1991.
- ii) Segunda etapa: febrero 1991 - marzo 1992.
- iii) Tercera etapa: abril 1992 - diciembre 1992.

El evento clave de la primera etapa fue el "shock" antiinflacionario de agosto de 1990 y las fuerzas inerciales que dominaron, en los meses inmediatamente subsiguientes, la escena económica. La segunda fase estuvo dominada por la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), quien ejecutó, con éxito relativo, un programa monetario que limitaba paulatinamente la tasa de crecimiento de la base monetaria. En contraste, la tercera etapa tuvo como pieza central a la peculiar política fiscal puesta en práctica por Carlos Boloña, después del 5 de abril. Ésta generó un superávit fiscal sistemático y una abrupta caída en el nivel de actividad económica. Describimos, a continuación, las características más importantes de cada fase.

1.1.1 Primera etapa: la transición hacia el nuevo régimen

La tarea fundamental de Juan Carlos Hurtado Miller, al asumir la cartera de Economía a inicios del gobierno de Fujimori, fue corregir los graves desequili-

bríos macroeconómicos heredados del gobierno de García. Es importante destacar que -sumado al gran desorden económico y a la severa crisis ocasionada por las políticas populistas aplicadas por el gobierno de García-, desde enero de 1990, el ministro Vásquez Bazán orientó su política económica a trasladar al futuro gobierno, los costos del ajuste económico que inevitablemente éste tendría que aplicar. Así, se dilapidaron las escasas reservas que se tenían producto de ajustes anteriores y se retrasaron las tarifas públicas y el tipo de cambio.

Como consecuencia del agravamiento de los desequilibrios a finales del gobierno de García, Hurtado heredó un panorama desolador, que se explicita en el Cuadro No. 1.

Cuadro No. 1

**PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS EN
JULIO DE 1990**

Déficit fiscal ^{1/}	6.1%
Presión tributaria ^{1/}	4.3%
Reservas Internacionales Netas ^{2/}	-105
Balanza comercial ^{2/}	112
Tipo de cambio real paralelo ^{3/}	59.4
Tasa de interés activa ^{4/}	51%
Inflación mensual	63.2%
Ingreso mínimo legal ^{3/}	51
Precio de la gasolina 84 oct. ^{3/}	7.7

Notas:

1/ Porcentaje del PBI.

2/ Millones de dólares.

3/ Julio de 1985 = 100.

4/ Crédito en intis hasta 360 días, incluyendo el impuesto a los intereses.

Fuente: Tomado de Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Documento de Trabajo No. 2, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992.

Ante la magnitud de los desequilibrios, existía consenso en la necesidad de un ajuste drástico. Las baterías del gobierno estaban centradas en la desinflación

de la economía. Sin embargo, existían diversas alternativas de diseño del plan de estabilización y los economistas del equipo de Hurtado se debatían entre dos de ellas: un "ancla cambiaria" con el correspondiente *overshooting* del tipo de cambio, o un "ancla monetaria" en un esquema de flotación del tipo de cambio. El gobierno optó por la segunda opción, luego de desembalsar drásticamente los distintos precios de la economía.

El problema con un programa basado en el *overshooting* cambiario, como bien lo señalan Velarde y Rodríguez¹⁴, consistía en que debido a la indecisión inicial del gobierno y los rumores mismos de un elevado *overshooting* cambiario, los precios privados se adelantaron desmesuradamente (a un nivel promedio del 6.3% diario, los tres días previos al ajuste). Dado este hecho, dentro del esquema del "ancla cambiaria", se hubiera requerido un alto nivel de tipo de cambio y un sobreajuste de tarifas públicas difícilmente sostenible en el tiempo. A estas dificultades se añadía el problema de la estimación del nivel del tipo de cambio y los precios públicos, acorde con un equilibrio dinámico estable; y el peligro de una monetización excesiva producto del alto nivel del tipo de cambio.

Ante la incertidumbre de esta opción de política económica, el gobierno optó por el ancla monetaria; la cual, si bien permite un control más certero de la inflación, es más recesiva.

Hurtado basó el programa antiinflacionario en cuatro pilares:

- i) La eliminación del déficit fiscal.
- ii) Un estricto control monetario.
- iii) La unificación y liberalización del tipo de cambio.
- iv) La estabilización y corrección de los precios públicos.

La eliminación del déficit fiscal se logró por medio de una elevación de los ingresos tributarios provenientes de los impuestos indirectos; y por la disminución drástica de los gastos aplicando el llamado "método de caja",

14. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*. Documento de Trabajo No. 2, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992.

sistema por el cual sólo se autorizaban desembolsos para gastos si existía el dinero para hacerlos. Este dinero sólo puede provenir de ingresos fiscales o préstamos del exterior, mas no de préstamos del BCRP. Este esquema eliminaba la emisión inorgánica de origen fiscal.

La unificación y liberalización del tipo de cambio eliminó la emisión de origen externo. Así, la creación de dinero en la economía quedó reducida a la originada en la compra de divisas por parte del BCRP. Sobre la base del control monetario, el gobierno desarrolló una estrategia de remonetización gradual de la economía, la cual debía estar estrechamente vinculada al crecimiento de la demanda por dinero para eliminar toda posibilidad de rebrotes inflacionarios.

Los problemas iniciales del programa de estabilización surgieron por la excesiva entrada de divisas y la naturaleza del programa de estabilización, factores que deprimieron fuertemente el tipo de cambio. El gran "shock" inicial de precios, aplicado por el programa, generó una situación de grave iliquidez en el sector privado; la cual no fue solucionada liquidando inventarios, como suponía el grupo económico del gobierno¹⁵, sino más bien vendiendo su stock de divisas "activo de reserva". Esto contribuyó a deprimir más aún el tipo de cambio.

Cuadro No. 2

EMISIÓN, INFLACIÓN Y DEVALUACIÓN: JULIO-DICIEMBRE DE 1990

	Emisión Primaria	Inflación	Devaluación
Julio	40.1	63.2	59.4
Agosto	179.9	397.0	168.3
Setiembre	81.6	13.8	35.8
Octubre	33.6	9.6	3.6
Noviembre	6.3	5.9	-1.9
Diciembre	2.3	23.7	22.4

Fuente: BRCP, *Nota Semanal*, varios números.

Elaboración propia.

15. Véase, Dancourt, Oscar, *Desinflación, retraso cambiario y dolarización: Perú 1990* 1992, Serie Foro Económico No. 6. Lima: Fundación Friedrich Ebert, 1992.

De esta manera, el gobierno tenía que controlar dos variables, la inflación y el tipo de cambio, con un único instrumento: la emisión proveniente de la compra de divisas. En un primer momento, dada la alta apreciación del tipo de cambio, el Banco Central comenzó a intervenir fuertemente en el mercado cambiario para sostener el precio de la divisa. Así, durante el primer trimestre del programa, se priorizó la meta monetaria; en un contexto en el cual las compras de divisas por parte del Banco Central y la consiguiente inyección de dinero a la economía, parecían encajar "aparentemente" con el crecimiento de la demanda por dinero producto de la desinflación.

Sin embargo, esta situación no se mantuvo por mucho tiempo, la ganancia de reservas no indicaba necesariamente un crecimiento de la demanda de dinero -como lo señalan Velarde y Rodríguez¹⁶-, sino que puede indicar también cambios en el portafolio de los agentes. A partir de noviembre se decide priorizar el combate a la inflación, supeditando la compra de divisas a la meta monetaria. Esto llevó a descuidar el tipo de cambio, lo cual agravó la recesión del sector transable y repercutió en toda la economía.

1.1.2 Segunda etapa: las metas, monetarias

En la segunda etapa se consolida el viraje del programa de estabilización hacia una estrategia gradualista. Ésta buscaba ahogar lentamente la inflación empleando políticas monetarias que se basaban en la reducción gradual de las tasas de crecimiento de la emisión primaria. El equilibrio presupuestal se mantenía con impuestos extraordinarios, reajustes periódicos de precios públicos y ejecutando una creciente contracción en el nivel de gastos públicos¹⁷.

La estrategia gradualista no tuvo, en un inicio, dirección y objetivos bien definidos. El Ministro de Economía parecía "creer" que las libres fuerzas de la competencia eran todo lo requerido para solucionar el problema de la inflación, la recesión y el atraso cambiario. Julio Velarde anota al respecto lo siguiente:

16. Velarde, Julio y Marrha Rodríguez, *op. cit.*

17. Las características del "gradualismo liberal" son descritas en Dancourt, Osear, *op. cit.*

"Sin embargo, parecería que este programa esperaba resolver el problema inflacionario sólo liberalizando la economía. Prueba de esta pretensión es el esquema de emisión errática hasta julio de 1991 por indecisiones en el manejo del tipo de cambio y la política de los precios públicos. Así, por ejemplo, el precio de los combustibles se elevó en 5% a los dos meses que Boloña inicia su gestión. En mayo, las tarifas públicas se reajustaron en 3%, luego de un preanuncio que creó expectativas de incremento mayores. En junio, los precios aumentaron primero en 6% y luego en 18%, mientras que en julio no subieron nada."¹⁸

Estas inconsistencias iniciales reflejaban la indefinición de los objetivos operativos del Banco Central. El Instituto Emisor intentaba controlar simultáneamente el tipo de cambio y la oferta monetaria. Cuando perseguía un objetivo cambiario, expandía la liquidez del sistema mediante mayores compras o reduciendo los requerimientos de encaje legal. Cuando perseguía un objetivo de control monetario, optaba por una estrategia opuesta. Este peculiar modo de proceder produjo un comportamiento bastante errático en las cifras de emisión primaria y crisis cambiarias recurrentes.

La política gradualista de estabilización sólo adquirió coherencia en el segundo semestre de 1991, cuando el Banco Central logró superar los problemas operativos que le impedían cumplir con su programa monetario y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) adoptó una política de precios públicos más firme y clara. La política monetaria, puesta finalmente en práctica, contemplaba:

- i) La reducción gradual en las tasas de crecimiento de la cantidad de dinero en circulación,
- ii) El control de los flujos internacionales de capitales, mediante el incremento en los requerimientos de encaje legal por los depósitos en moneda extranjera.

18. Velarde, Julio, "El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori", en *Boletín de Opinión* No. 6, Lima: Consorcio de Investigación Económica, 1992. p. I.

El esquema tuvo un éxito relativo al permitir una reducción de la tasa mensual de inflación a un nivel de 4% en el último trimestre de 1991, al mismo tiempo que mantenía el nivel de actividad económica.

Las consecuencias de este esquema de política económica sobre la estructura de precios relativos son descritas por Oscar Dancourt en los siguientes términos:

"Respecto a los precios relativos, en esta segunda fase del programa económico, la remuneración (sueldos y salarios) promedio del sector privado es constante, los precios públicos fluctúan con una cierta tendencia al alza y, el precio del dólar continúa, también con fluctuaciones, en un persistente declive. Se consolida así el notable cambio generado por el fujishock en la estructura de precios relativos; en comparación con el nivel promedio que tenían durante el último año del gobierno anterior, a fines de 1991, los salarios reales en el sector privado se habían contraído a la mitad y, los ingresos de los agricultores habían disminuido apreciablemente a juzgar por el deterioro de los precios agrícolas reales. Por último, contra todas las intenciones del programa, el tipo de cambio real (el poder de compra doméstico de un dólar según el índice de precios al consumidor) se había desplomado hasta un nivel que era apenas la mitad del que tenía en el último año del gobierno de García."¹⁹

Este esquema de política tuvo, sin embargo, corta duración. A partir del mes de noviembre, el MEF comienza a negociar con el Parlamento el presupuesto para 1992. El proyecto del Ejecutivo contenía un conjunto de impuestos claramente ineficientes. Estos impuestos fueron promulgados en marzo de 1992, después de la visita de un alto funcionario del Fondo Monetario Internacional (FMI), generando en el acto un nuevo rebrote inflacionario.

1.1.3 Tercera etapa: golpe de Estado y apreciación real

El golpe de Estado de abril de 1992, marcó el inicio de una nueva fase del proceso de estabilización. Los hechos dominantes de la misma incluyen: la

19 Dancourt, Oscar, op.cit

crisis financiera que condujo a la liquidación de varios bancos y de la totalidad del sistema mutual y cooperativo, el derrumbe de las tasas agregadas de producción y el incremento persistente en el tipo de cambio real.

El ministro Boloña, con plenos poderes, evidenció pronto su incapacidad para actuar de forma oportuna en el manejo económico de corto plazo. Ejecutó una política fiscal que generó, en el segundo trimestre del año, un superávit fiscal de proporciones significativas. No reaccionó contra la corrida de depósitos bancarios en moneda extranjera que se produjo en el mes de abril. No aplicó los fondos del FONAVI en el sector productivo y, finalmente, aplazó los proyectos de inversión programados por el sector público. Como consecuencia de ello, se produjo una inútil recesión del aparato productivo²⁰.

A finales de julio de 1992, ante la crítica generalizada de todos los sectores de opinión y dada la proximidad de las elecciones para la Asamblea Constituyente, Boloña anunció modificaciones a este esquema de política económica. Los cambios incluían la compra de carteras pesadas, el impulso al proceso de privatización y la normalización del gasto público.

Sin embargo, se mantuvo el superávit fiscal en el tercer trimestre del año; y sólo desaparece en el cuarto trimestre. La compra de la cartera pesada nunca llegó a materializarse y el proceso recesivo continuó su curso.

El Ministro de Economía, en los últimos meses del año, se dedicó a negociar con el FMI un nuevo programa económico para 1993. El programa contenía una meta de crecimiento de 3% para el PBI y una meta de inflación de 30%. Era, sin embargo, demasiado tarde. En enero de 1992 se vio forzado a presentar su carta de renuncia.

1.2 Aspectos generales de la política económica

Los principales indicadores económicos muestran, después del "shock" deflacionario de agosto de 1990, una tendencia bastante clara y definida. Los

20. Un análisis detallado de las causas de la recesión, puede encontrarse en Rodríguez, Martha y Jorge (González Izquierdo (eds.). *Informe de coyuntura Primer semestre 1992. Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1992.

principales movimientos implican: i) un descenso uniforme y sostenido en las tasas de inflación y expansión monetaria; ii) el estancamiento del nivel de producción y de la tasa de acumulación de capital; y, iii) el deterioro continuo de las cuentas de la balanza de pagos. El objetivo de esta sección es revisar y explicar las tendencias arriba señaladas.

1.2.1 Inflación, devaluación y dinámica de precios relativos

La desinflación inducida por el "fujishock" no ha sido un proceso uniforme y continuado. Por el contrario, ha presentado numerosos avances y retrocesos que tienen su raíz en "shocks" de origen fiscal y monetario. Estos fenómenos han terminado por consolidar un conjunto característico de respuestas en la estructura de precios relativos de la economía.

El estudio de sus características más relevantes se simplifica, notablemente, distinguiendo las siguientes fases o etapas en el proceso de desinflación:

- i) Primera etapa: agosto 90 - diciembre 90.
- ii) Segunda etapa: diciembre 90 - junio 91.
- iii) Tercera etapa: junio 91 - marzo 92.
- iv) Cuarta etapa: marzo 92 - diciembre 92.

La desinflación parece contemplar el siguiente conjunto de regularidades:

i) Incrementos en el tipo de cambio, en el índice de precios al por mayor, y en el componente transable del IPC, tienen normalmente lugar con anterioridad a un pico inflacionario. Un ejemplo de este comportamiento lo encontramos en el último trimestre de 1992, cuando la devaluación y los incrementos de los precios en el sector transable precedieron, en por lo menos dos meses, el resultado inflacionario de enero de 1993.

ii) La dinámica de la tasa de inflación parece estar regida por dos componentes: una tendencia decreciente y un ciclo amortiguado. La tendencia se consolida, en primer lugar, en el precio de los bienes y servicios del sector transable de la economía. Ésta, sin embargo, sólo se impone gradualmente en el subsector no transable. Estos desarrollos han determinado un considerable retraso cambiario (para más detalles, consultar el Cuadro No. 3).

Cuadro No. 3

LAS ETAPAS DE LA DESINFLACIÓN
(Tasas promedio mensuales de inflación)

	Inflación	Transables	No Transables
Primera etapa	13.2	10.5	15.8
Segunda etapa	11.6	7.9	14.4
Tercera etapa	5.9	4.7	6.5
Cuarta etapa	3.7	4.0	3.6

Fuente: INEI.

Elaboración: Coyuntura Económica-CIUP.

Las principales características del ciclo amortiguado son descritas por Oscar Dancourt en los siguientes términos:

"Los períodos de desinflación (febrero-abril del 91, diciembre del 91-enero del 92) *están* anclados en la congelación del tipo de cambio y de la gasolina o, en incrementos de estos precios inferiores a la inflación pasada. Simétricamente, los picos inflacionarios (diciembre del 90-enero del 91, mayo-julio del 91) corresponden con devaluaciones e incrementos de precios públicos superiores a la inflación del mes anterior."²¹

iii) El ritmo de crecimiento de los precios en el sector transable es mayor en la segunda mitad del año. Este comportamiento se explica por un fuerte componente estacional que determina, en gran medida, la trayectoria de la tasa de cambio a lo largo del año. Estos movimientos estacionales poseen un aspecto real y uno financiero²².

21. Dancourt, Oscar, *op. cit.*

22. Algunos de los detalles de este movimiento estacional, pueden apreciarse en el Gráfico No. 2.

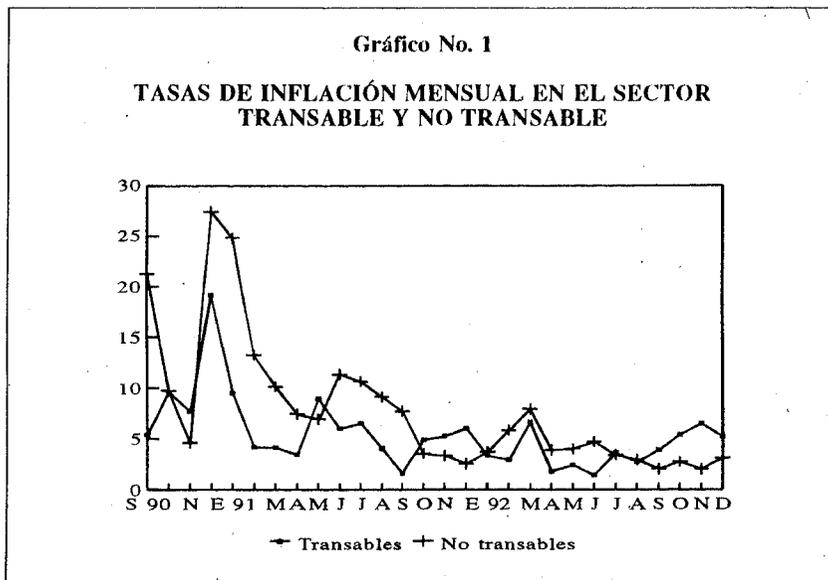
En el sector real, el rasgo dominante parece ser el impulso que, como consecuencia de las fiestas navideñas, tiene el nivel de demanda efectiva. Numerosas empresas comerciales e industriales concentran la fracción más importante de sus ventas en Navidad y, debido a ello, ejecutan en los meses inmediatamente anteriores mayores programas de producción e importación. Estas acciones provocan un repunte en el nivel de producción industrial y una demanda adicional de moneda extranjera en la segunda mitad del año. Con ello, se crean los fundamentos necesarios para la subida en la tasa de cambio y para el repunte de la inflación en el sector transable de la economía. Este movimiento es frecuentemente reforzado por la conducta de los gerentes y operadores financieros que, ante la expectativa de una mayor devaluación, cambian la denominación de sus deudas financieras de corto plazo.

En el sector financiero, la característica dominante viene dada por el comportamiento de las finanzas públicas. Las cuentas fiscales son, dado el patrón estacional de ingresos y gastos, normalmente superavitarias en el primer semestre y deficitarias en el segundo. Este patrón, al inducir un ciclo de acumulación y desacumulación de fondos en el Banco de la Nación, afecta al mercado monetario determinando una situación de escasez de liquidez en la primera mitad del año. La estrechez financiera del primer semestre del año afecta el tipo de cambio y determina, junto con otros factores, una caída en el nivel de producción e importación en la primera mitad del año. La conducta financiera de las empresas refuerza este proceso.

Estas regularidades empíricas pueden entenderse considerando los efectos de dos tipos de determinaciones: los "shocks" fiscales y los impulsos monetarios.

Los primeros determinan, en los meses en que ocurren, incrementos bruscos en el precio de los bienes que componen el IPC; y, por esta razón, saltos abruptos en la tasa de inflación. Los picos inflacionarios de diciembre de 1990 y de marzo de 1992 tienen un origen fiscal (ver Gráfico No. 1).

El impacto de los impulsos monetarios resulta más interesante y complicado. El nuevo marco institucional definido por la política económica parece haber consolidado una estructura de transmisión, más o menos definida, para la política monetaria.



La secuencia básica de eventos se inicia en el mercado cambiario con una elevación de la tasa de cambio, provocada por las operaciones que ejecuta la autoridad monetaria en el mercado. Este incremento induce a una respuesta, casi inmediata, en el precio de los bienes transables y, en consecuencia, una elevación en el tipo de cambio real. Esta respuesta se manifiesta con claridad en el comportamiento del índice de precios al por mayor y el componente transable del IPC. En la segunda fase del proceso, el impulso nominal de la devaluación se transmite paulatinamente al sector no transable. La dinámica específica es complicada y mal entendida. Ella podría contemplar, en primer lugar, un ajuste del precio de los servicios dolarizados y, en segundo lugar, una respuesta inercial de los restantes precios. Estas respuestas neutralizan parcialmente el incremento registrado en el tipo de cambio en la primera fase del proceso.

1.2.2 El nivel de actividad y las reformas estructurales

El propósito de este análisis es describir el efecto que tuvo el programa de estabilización y el proceso de reformas estructurales, sobre el nivel de producción. Para este efecto, se ha decidido dividir el análisis en tres fases.

i) Agosto 1990 -junio 1991

El impacto inicial del shock de Hurtado Miller fue una contracción importante de la demanda agregada, la cual determinó que el producto decrezca casi 14% el segundo semestre de 1990. La caída del ingreso real del sector privado y la reducción de la inversión y el consumo del sector público, ocasionaron una retracción de la demanda total de la economía con su correspondiente efecto sobre el producto. A esto es necesario añadir el efecto que tuvo el estancamiento del tipo de cambio sobre el sector transable, el cual fue una consecuencia del esquema de estabilización aplicado.

Además de los efectos de la política económica, hubo otros factores exógenos como la sequía y las heladas en la sierra; la irregularidad y la falta de provisión de energía eléctrica para la industria; y el deterioro de los precios internacionales de algunos productos.

Cuadro No. 4

PBI: VARIACIÓN SEMESTRAL
(En porcentajes)

Sectores	90-I	90-II	91-I	91-II	92-I	92-II
Agropecuario	-2.49	-11.38	4.78	-0.76	-6.08	-4.90
Pesca	7.43	-12.44	-8.77	-16.27	-28.04	40.36
Minería	-6.58	-10.71	-3.20	-1.53	-6.09	-0.31
Manufactura	12.53	-22.08	-6.01	19.71	-6.17	-7.56
Construcción	35.55	-36.17	-19.72	49.84	10.26	1.25
Electricidad	3.49	-2.62	8.25	16.96	-3.08	-19.37
Comercio	11.55	-16.92	-3.88	20.91	1.01	2.89
Otros	-1.42	-12.02	-2.27	5.59	1.27	-2.55
Total	5.89	-16.86	-3.80	11.91	-2.78	-3.97

Fuente: INEI.

Elaboración: Coyuntura Económica-CIUP.

El efecto recesivo del programa de estabilización se mantuvo durante el primer semestre del año 1991; aunque se experimentó una desaceleración del decrecimiento, ya que el PBI global descendió 5%, frente al 14% del segundo semestre de 1990.

Cabe destacar el efecto que tuvo la política de estabilización sobre el sector transable. En primer lugar, el diseño del programa determinó una elevación notable de los costos de la industria, especialmente por el alto costo del crédito y por los aumentos de las tarifas básicas. Además hubo una contracción del tipo de cambio y un proceso de reforma arancelaria. Todo esto perjudicó severamente la competitividad de los sectores transables y agravó la crisis ocasionada por la reducción de la demanda.

ii) Julio 1991 - abril 1992

A partir de la segunda mitad de 1991, se inició la recuperación de la actividad económica en el Perú. Durante el segundo semestre del año, la actividad económica creció en un 10% respecto al mismo período del año anterior. Ello parecía responder a dos variables básicas; a una recuperación gradual de la liquidez y a un cambio en los precios relativos en favor de los sectores no transables, en especial construcción, servicios, comercio y algunas ramas industriales. Este último factor se debía especialmente a la apreciación del tipo de cambio. La consecuencia directa de este esquema fue el estancamiento de los sectores transables, en especial la pesquería y la minería.

iii) Abril 1992 - diciembre 1992

Desgraciadamente, la recuperación iniciada a mediados de 1991 se truncó con el golpe de Estado de abril de 1992. Éste llevó nuevamente al aparato productivo a una severa recesión, como producto del severo shock de demanda causado por los eventos políticos y por la estrategia económica de corto plazo.

El shock de demanda se gesta gracias a tres factores principales: el paquete tributario aplicado en marzo, la interrupción de los flujos externos y la corrida de depósitos producto del 5 de abril y el sobreajuste fiscal.

El paquete tributario se basó en una elevación de la tasa del Impuesto General a las Ventas (IGV), los impuestos selectivos y el impuesto a la renta (cambio de la UIT por la URT). Como consecuencia de ello, disminuyó el ingreso disponible de los agentes (por cambios en el impuesto a la renta). Además, se generó un aumento del nivel general de precios, y las industrias gravadas con los impuestos selectivos se vieron seriamente afectadas.

Es importante destacar, además del shock de demanda producto del 5 de abril, dos factores adicionales que influyeron en el descenso de la producción: un shock de oferta, ocasionado por el Fenómeno del Niño, y un shock estructural ligado al proceso de reconversión estructural.

El shock generado por el Fenómeno del Niño tuvo tres efectos sobre la actividad productiva: una reducción de la productividad de la tierra, una disminución de los volúmenes de captura de pescado; y una reducción significativa de la oferta de energía eléctrica. Esto generó efectos recesivos en los sectores de agricultura, pesca y manufactura. En general, se presentó una reducción en la producción del sector primario, que disminuyó la oferta de materias primas industriales. Por otro lado, la reducción de ingresos de los campesinos afectó la actividad comercial de algunas ciudades intermedias (Piura o Huancayo, por ejemplo).

Los efectos del shock estructural son tradicionales en las economías en las que se lleva a cabo un proceso de reformas estructurales, siendo la consecuencia natural de la adaptación de las unidades de producción a las nuevas condiciones económicas.

1.2.3 Tributación y gasto fiscal

Desde el inicio de la implementación del programa económico, el gobierno se ha esforzado en elevar y mantener un nivel de presión tributaria que le permita cumplir con las obligaciones básicas de todo Estado.

Previo al ajuste de agosto de 1990, el sistema tributario se caracterizaba por una maraña de impuestos, los cuales contaban con diversas exoneraciones que hacían prácticamente imposible una recaudación eficiente.

A pesar de la gran cantidad de tributos existentes, desde la década del setenta, los ingresos corrientes por este rubro estaban centrados en cuatro tipos de impuesto: el impuesto a la renta, el IGV, el impuesto selectivo al consumo (ISC) y los impuestos al comercio exterior.

La estrategia del actual gobierno, al iniciar su gestión, fue elevar drásticamente la alicaída presión tributaria. El instrumento elegido para cumplir con esta meta fue el impuesto selectivo a los combustibles. Así, dentro de los decretos de emergencia promulgados al implementarse el programa de estabilización, se incluyó la elevación de la tasa del ISC a los combustibles de 24% a 134%. Ésta fue acompañada por una disminución del IGV. Además, se implementaron contribuciones extraordinarias a los bienes asegurados y a los bienes patrimoniales.

Con respecto al comercio exterior, se estableció un impuesto de 10% a las exportaciones FOB y se establecieron únicamente tres tasas arancelarias de 15%, 25% y 50%.

Este conjunto de medidas -resumidas en los Cuadros Nos. 5 y 6- logró elevar la presión tributaria a un 10.8 por ciento; sin embargo, este logro en recaudación se centró en el ISC a los combustibles.

Luego de las medidas tributarias iniciales, en enero de 1991 se derogaron todos los impuestos cuyo beneficiario fuera el Gobierno Central. Se decidió basar la nueva estructura tributaria en un conjunto de impuestos esenciales:

- i) Impuesto a la renta.
- ii) Impuesto general a las ventas.
- iii) Impuesto selectivo al consumo.
- iv) Arancel general de aduanas.
- v) Tributos a la electricidad y agua.
- vi) Impuesto extraordinario a los débitos bancarios.
- vii) Contribución al Fondo Nacional de Vivienda.

Las exoneraciones al IGV quedaron establecidas únicamente para las empresas industriales establecidas en zonas de frontera o selva, zonas francas industriales y zonas de tratamiento especial.

Cuadro No. 5

DECRETOS DE EMERGENCIA

(Agosto-setiembre 1990)

1. Incremento del ISC a los combustibles y derivados del petróleo de 24% a 134%.
2. Reducción del 15% al 12% de la tasa del IGV, añadiendo 2% de impuesto al patrimonio municipal y 1% del Fondo de Desarrollo Universitario.
3. Aplicación del IGV a los servicios de radio y televisión, incluyendo los de circuito cerrado.
4. Imposición de una contribución extraordinaria del 1% sobre los bienes asegurados y de 1% sobre el patrimonio.
5. Establecimiento de una tasa de 10% sobre el valor FOB de las exportaciones.
6. Reducción de las tasas arancelarias a tres: 15%, 25% y 50%; con una sobretasa de 10%, la cual fue luego suspendida, sobre las dos últimas.
7. Disminución de 2% a 0.5% de la tasa de impuesto a la compra de moneda extranjera.
8. Disminución de 2% a 1% de la tasa del impuesto extraordinario a los débitos bancarios.
9. Suspensión de exoneraciones del IGV e ISC.

Fuente: Banco de Crédito, *Informe Económico Trimestral*.

Elaboración propia.

Además, se crearon los siguientes impuestos:

- i) Impuesto al patrimonio empresarial.
- ii) Impuesto al patrimonio personal.
- iii) Impuesto a la entrega de moneda extranjera.

Quedaban exonerados del impuesto a la renta, tínicamente, las empresas ubicadas en zonas francas y en zonas de frontera. La tasa aplicable de este impuesto a las empresas jurídicas se redujo del 35% al 30%. Con respecto a las personas naturales, la escala aplicable disminuyó de 9 a 8 tramos, reduciéndose

la tasa máxima de 45% a 37%. Se derogaron, a su vez, la mayoría de exoneraciones y excepciones de impuestos.

Cuadro No. 6

MEDIDAS EXTRAORDINARIAS APLICADAS EN 1991

1.	Reducción al 50% de la aplicación de los créditos obtenidos contra el impuesto al patrimonio empresarial.
2.	Reducción de 70% a 35% de la deducción por pago de facturas contra el impuesto a la renta por parte de personas naturales y jurídicas.
3.	Incremento de 1% a 1.5% del impuesto al patrimonio personal.
4.	Contribución extraordinaria del 2% de las planillas de las empresas financieras y no financieras del Estado.
5.	Contribución patrimonial extraordinaria por única vez de 1.5% a personas naturales con patrimonio superior a 50 UIT.
6.	Contribución especial por una única vez de 1% sobre la propiedad de acciones y participaciones de capital de las personas naturales y jurídicas.
7.	Ampliación de las operaciones bancarias sujetas al ISC (en general se aplicó a las operaciones de financiamiento como compra venta de letras de cambio, pagarés, facturas comerciales y demás papeles comerciales).
8.	Reducción del impuesto a los débitos bancarios del 1% al 0.75%.
9.	Alza general del IGV de 14% a 16%.

Fuente: Banco de Crédito, *Informe Económico Trimestral*.

Elaboración propia.

A pesar de haber desarrollado toda esta nueva estructura tributaria, el gobierno no logró mejorar el nivel de presión tributaria alcanzado con las medidas iniciales. Además, la fuente principal de recaudación continuaba siendo el ISC a los combustibles, impuesto que era considerado antitécnico. Este impuesto creaba dificultades por los reajustes periódicos del precio de los combustibles, a los cuales estaba obligado el gobierno para no perder su fuente de ingresos; esto último ponía un piso a la inflación.

La incapacidad del gobierno para elevar la presión y la eficiencia tributarias, lo llevó a implementar diversos cambios en los tributos; marchas y contra-marchas que finalmente no condujeron a nada. A su vez, se crearon nuevas contribuciones extraordinarias para intentar elevar los alicaídos ingresos fiscales. Este desorden fue duramente criticado y le restó credibilidad a la política económica.

Las medidas tributarias de 1992 se resumen en el Cuadro No. 7. El impuesto a la renta sufrió modificaciones en su aplicación para 1992. Se redujeron los tramos de la escala para las personas naturales de 8 a 5, fijándose la tasa mínima en 6% y la máxima en 37%. Con respecto a las personas jurídicas, se estableció un nivel mínimo de impuesto a la renta, equivalente al 2% del valor de los activos ajustados al 31 de diciembre del ejercicio gravable.

Uno de los objetivos más importantes de la administración Boloña fue la implementación de las llamadas reformas estructurales, las cuales buscaban la liberalización de la economía. Tal vez la más importante fue la del comercio exterior, aplicada en marzo de 1991. La reforma redujo tasas arancelarias de importación a 15% y 25%.

En cuanto al comercio exterior, cabe destacar que la grave situación del sector minero, durante 1991, obligó al gobierno a suspender la aplicación del impuesto a la entrega de moneda extranjera. Se estableció un impuesto transitorio a la exportación de productos tradicionales con una tasa del 5 y 10%, de acuerdo al tipo de exportación. A su vez, se establecieron créditos fiscales, para la gran minería, al pago del ISC a los combustibles -hasta 60% mediante Certificados de Capitalización de Tributos-,

Los expoliadores tradicionales se vieron favorecidos con créditos fiscales contra el impuesto a la renta y al patrimonio empresarial por el pago de IGV, con derechos por importaciones de insumos para la producción de los bienes exportables y las contribuciones al FONAVI.

Finalmente, el gobierno se propuso elevar los ingresos por concepto de IGV, para lo cual adoptó una serie de medidas. La primera de ellas fue elevar en 2% la tasa del impuesto, pasando éste de 14% a 16%. Se eliminaron también algunas exoneraciones. Con todo ello, se logró un importante incremento de la recaudación por este impuesto.

Cuadro No. 7

MEDIDAS TRIBUTARIAS DURANTE 1992

1.	Se establecieron nuevas tasas del ISC a los combustibles: gasolina 84 octanos, 123%; gasolina 95 octanos, 136%; kerosene, 66%; diesel, 66%; residual, 109%; y, gas licuado de petróleo, 66%.
2.	Se determinó que durante 1992, PETRO PERÚ debía aportar el 10% de sus ventas en el mercado interno.
3.	Se suspendió, como índice de referencia, la Unidad Impositiva Tributaria (UIT), y fue reemplazada por la Unidad de Referencia Tributaria (URT) fijada en 1,040 soles.
4.	Se redujeron en 50% los créditos al impuesto a la renta por concepto de donaciones.
5.	Incremento de la retención del impuesto de quinta categoría de 5% a 10%.
6.	Suspensión temporal de la exoneración de 15% que gozaban las empresas industriales descentralizadas.

Fuente: Banco de Crédito, *Informe Económico Trimestral*.

Elaboración propia.

El gobierno buscaba una paulatina disminución de la dependencia de sus ingresos del ISC a los combustibles. Este objetivo se estaba logrando gracias a la apertura del comercio exterior y a la mejora de la administración tributaria. Sin embargo, el cambio en la composición no estaba acompañado de aumentos en la recaudación total, aún no se había logrado elevar la presión tributaria.

A partir de 1992, se evidenció esta marcada reducción de la importancia del impuesto a los combustibles, principal fuente de ingresos en 1990 y 1991. Por otro lado, se observó, una importante elevación de los ingresos por los impuestos directos, especialmente el impuesto a la renta. Los impuestos al comercio exterior elevaron notablemente su participación. Por último, el IGV interno mostró también un aumento, aunque no muy significativo. La estructura porcentual de los ingresos alcanzada en 1990, 1991 y 1992 se muestra en los cuadros siguientes.

Cuadro No. 8

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS
CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL**

(En porcentaje)

	1990	1991	1992
Impuestos directos	14.90	15.56	18.26
IGV interno	10.62	13.81	15.31
Combustibles	26.35	28.50	19.06
Comercio exterior e IGV externo	17.33	20.66	23.51
Otros	30.81	21.47	23.85
Total	100.0	100.0	100.0

Fuente: BCRP, *Nota Semanal*.

Elaboración propia.

Cuadro No. 9

**ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL
GOBIERNO CENTRAL: PROYECCIONES DEL FMI**

(En porcentaje)

	1991	1992
Impuestos directos	15.12	18.45
IGV interno	18.09	24.58
Combustibles	25.22	23.82
Comercio exterior e IGV externo	20.92	18.15
Otros	20.65	15.00
Total	100.0	100.0

Fuente: Diario *Gestión*.

A pesar de estos cambios importantes en la composición de los tributos, el gobierno no cumplió las metas de composición de ingresos que fijó con el FMI en enero de 1991.

Al comparar lo realizado con lo proyectado, advertimos que mientras las metas del gobierno buscan centrar los ingresos corrientes en los tributos de origen interno, especialmente en el IGV -el cual se espera aporte la quinta parte del total de ingresos para 1992 y 1993-, lo observado en los años 1991 y 1992 indica una creciente importancia de la recaudación de origen externo (aranceles e IGV a las importaciones). Los tributos dependientes de las importaciones alcanzan aproximadamente un 24% de los ingresos corrientes para 1992 y su participación es creciente año a año. La meta del gobierno es justamente lo opuesto: una reducción paulatina de su importancia buscando alcanzar un 18% de los ingresos para 1992 y un 16% para 1993.

El IGV es el impuesto clave en la actual estrategia tributaria, es considerado uno de los impuestos más eficientes por su efecto nulo sobre la asignación de recursos, si se aplica de manera uniforme. Desgraciadamente, la recaudación lograda por este impuesto no ha alcanzado las metas esperadas; aparentemente existe un alto nivel de erosión en la recaudación del IGV internó.

La recaudación por IGV fue, en 1992, 32.6% mayor que en 1991; pero la composición del tributo muestra un significativo aumento de la participación del IGV de origen externo, especialmente en el mes de julio y en el último trimestre de 1992. La recaudación de origen externo fue, en 1992, aproximadamente un 45% de la recaudación total por IGV -nivel altísimo dado un nivel de importaciones de 8% del PBI-. El bajo nivel de la recaudación por IGV interno, afectado por un alto grado de evasión, se debe al alto nivel de la tasa -18%-, el cual fomenta la informalidad.

Con respecto al ISC, cuya recaudación principal se centra en los combustibles, la meta del gobierno es reducir la participación de este tributo. Los niveles proyectados pretenden disminuir su importancia de aproximadamente un 25% en 1991 a un 22% en 1993. Durante 1991, la recaudación por ISC a los combustibles aportó casi un 30% del total de ingresos corrientes. En 1992, el gobierno se propuso reducir la dependencia de la recaudación en los combustibles. Así, a principios del año, se redujeron las tasas y se retrasaron los precios, de la gasolina y afines, lo cual determinó un descenso de casi 10 puntos en la

participación del impuesto. Actualmente, la recaudación mensual por este impuesto, en términos reales, es casi la mitad de lo que fue en 1991.

Dada la estrategia del gobierno de reducir la importancia del ISC a los combustibles y la imposibilidad de aumentar la recaudación del IGV interno, la recaudación se ha centrado en los impuestos a las importaciones y la intensificación de los impuestos directos.

Es necesario efectuar algunas precisiones sobre las modificaciones al impuesto a la renta, cuya recaudación se elevó significativamente en 1992. En primer lugar, luego del cambio de la unidad de referencia (UIT a URT) y la reducción de los mimos de las escalas, el patrón medio sobre el que se aplica el impuesto disminuyó en alrededor de 50%²³.

El gobierno ha mostrado cierta incapacidad para asumir y lograr una estrategia tributaria adecuada. La urgencia de cuadrar la caja fiscal y la incapacidad de disminuir la evasión han llevado a basar el equilibrio fiscal en las importaciones y en el impuesto a la renta. Ello tiene dos efectos fundamentales:

- i) La importancia de la recaudación por origen externo implica una importante dependencia de los ingresos fiscales con respecto al nivel de importaciones. Una crisis de balanza de pagos puede afectar de manera importante al equilibrio fiscal, aumentando los efectos recesivos de un ajuste en el comercio exterior.
- ii) El cambio en la fuente de ingresos del ISC al impuesto a la renta, que afecta fundamentalmente a los trabajadores dependientes, implica una importante reducción de la base de contribuyentes, lo cual tiene un consiguiente efecto recesivo en la economía.

La observación del comportamiento de la presión tributaria, a lo largo de la gestión de Boloña, nos plantea las siguientes interrogantes. La primera de ellas consiste en indagar por qué la presión tributaria continúa siendo menor al 10% del PBI, a pesar de todos los esfuerzos hechos por el gobierno para modificar esta situación. La explicación de esta tendencia la encontramos -creemos- en la estructura de precios relativos característica de la política económica y en la

23. Banco de Crédito del Perú, *Informe Económico Trimestral*, setiembre de 1992.

estructura de la base tributaria. El 50% de los ingresos depende directa e indirectamente del precio de los combustibles y del comercio exterior, bienes cuyo precios relativos han venido cayendo. Este efecto provoca que la masa nominal de impuestos crezca a menor ritmo que la inflación.

En segundo lugar, la dependencia de los ingresos fiscales de los impuestos al comercio exterior establece una ligazón interesante y directa entre la balanza de pagos y las finanzas públicas; en el sentido de que una retracción muy fuerte de las importaciones, producidas por un aumento del tipo de cambio real, puede provocar severos problemas fiscales dependiendo de la elasticidad precio de las mismas.

En tercer lugar, cabe preguntarnos si la mezcla de impuestos que impuso Boloña, a partir de marzo de 1991, es más o menos recesiva que aquella que caracterizó al programa de reactivación en su primera etapa, donde la tributación estaba dominada por los combustibles. Nótese la fuerte carga tributaria que en la nueva tributación tienen las cargas laborales y el congelamiento de la UIT.

Por otro lado, cabe mencionar dos aspectos importantes: la estructura porcentual de los ingresos corrientes del Gobierno Central ha sufrido una variación que estaría indicando un mayor peso de los impuestos al comercio exterior y una disminución de la importancia de los combustibles (26.5% a 17,9%); y, en segundo lugar, el alza de la presión tributaria para los trabajadores debido a la modificación y congelamiento de la UIT.

1.2.4 Dolarización y crisis de balanza de pagos

El déficit de la balanza de recursos (balanza comercial más balanza de recursos no financieros) se estima en 1,300 millones de dólares en 1992, resultado que confirma las tendencias ya observadas en 1991 cuando también se registró un resultado similar.

Estos desarrollos resultan cuantitativamente mayores que aquellos que provocaron la crisis de balanza de pagos de 1987. En consecuencia, un nuevo y severo problema en el sector externo parece estar en gestación.

Existen diferencias cruciales entre la nueva crisis externa y una crisis "clásica" de balanza de pagos. En primer lugar, el crecimiento de las importaciones no

está asociado con una expansión de la producción y la demanda efectiva, sino con el estancamiento y la contracción del aparato productivo nacional. En segundo lugar, el Banco Central no ha perdido reservas internacionales; en 1991 y 1992, incrementó sus activos internacionales en 773 y 600 millones de dólares respectivamente²⁴.

Los problemas en el sector externo son, según algunos economistas liberales, una ilusión creada por las estadísticas oficiales; algo impensable bajo un sistema de tipo de cambio libre. Para sustentar estas afirmaciones, aducen las siguientes razones:

- i) Las estadísticas oficiales no incluyen todos los rubros de ingresos en dólares, ya que excluyen importantes transacciones (coca y remesas de migrantes), cuyo volumen no se conoce con precisión. El desequilibrio externo disminuye significativamente, si sumamos estos ingresos no oficiales a los resultados oficiales.
- ii) En un sistema de tipo de cambio libre, los desequilibrios externos se eliminan con ajuste hacia arriba de la tasa de cambio.

El argumento anterior, aunque válido en algunos aspectos, no parece sensato, ya que no considera los siguientes puntos: i) los flujos no registrados de dólares ya existían en 1986 y 1987, años en que se gestó la crisis externa de Alan García; y ii) una elevación brusca en el tipo de cambio es el rasgo esencial de una crisis clásica de balanza de pagos.

La evolución de las distintas cuentas de la balanza de pagos será analizada con mayor amplitud en el capítulo que trata sobre la apertura externa.

2. Dolarización y política económica

Detallamos, en la presente sección, el conjunto de arreglos y compromisos que constituyen la base del sistema monetario peruano. El análisis podría considerar, en un primer término, tres activos financieros:

2-1. Un análisis de los problemas externos puede encontrarse en Danconrt, Oscar. "Cara y sello de la herencia de Boloña". en *Actualidad Económica*, No. 140, Lima: 1993

- i) Los activos internacionales.
- ii) Los activos financieros denominados en dólares.
- iii) Los activos denominados en dólares emitidos por nacionales.

La naturaleza de los contratos financieros, detrás de los dos primeros activos, es sencilla y no requiere mayor explicación. El arreglo contractual implícito en el tercer activo tiene, sin embargo, una mayor sofisticación en la medida que supone un compromiso de plena convertibilidad²⁵. Este compromiso garantiza la conversión a moneda americana a una tasa de cambio fija de 1 a 1. Este arreglo resulta crucial puesto que convierte al sistema cambiario peruano en un sistema mixto, donde se aplican simultáneamente las reglas del tipo de cambio libre y del tipo de cambio fijo. Las primeras son válidas para los activos denominados en moneda nacional, las segundas son para los dólares peruanos.

Esta sección adapta el esquema propuesto en el párrafo anterior a las condiciones que prevalecen en una economía abierta con portafolios fuertemente dolarizados. El objetivo final es el análisis de la mecánica operativa de las políticas fiscal y monetaria. El modelo distingue cinco agentes económicos: el sector privado, la banca comercial, el sector externo, el gobierno consolidado con el Banco de la Nación y el Banco Central. La dolarización es introducida postulando una estructura financiera similar a la que observamos en el sistema financiero peruano. En ella, dos instrumentos financieros tienen el papel fundamental: los depósitos bancarios en moneda extranjera y en moneda nacional. La demanda y la oferta de estos activos determina, en el corto plazo, la tasa de cambio y el efecto final de las distintas políticas económicas.

El análisis dinámico se desarrolla bajo el supuesto de perfecta previsión. La estructura del sector real, con el objeto de reforzar el impacto de las variables nominales, se simplifica drásticamente: los precios nacionales permanecen fijos y se omite todo el detalle institucional que, en la sección precedente, describía la vinculación del aparato estatal con el sector productivo.

25. Podría existir un contrato financiero alternativo que supondría la emisión de un activo indexado al dólar, pero convertible en soles. Desgraciadamente, este activo no existe en el Perú. Su emisión y aceptación general por parte del público podría contribuir notablemente a la solidez del sistema monetario, ya que éste supone compromisos más fáciles de satisfacer.

La sección intenta discutir la efectividad relativa de las políticas económicas propuestas para combatir el atraso cambiario que originó el actual plan de estabilización. Analizamos el impacto sobre la tasa de cambio de los encajes en moneda extranjera y de la política fiscal contractiva. La conclusión general cuestiona la efectividad de los encajes; encontramos que este instrumento no tiene efecto sobre la tasa de cambio. El estudio muestra también el efecto positivo de la política fiscal restrictiva y del proceso de dolarización de las finanzas públicas.

Las principales conclusiones del modelo se apoyan en dos supuestos cruciales: lo exógeno de las primas de riesgo y la inercia de corto plazo de los precios nacionales. Estos supuestos permiten la derivación rápida de los principales resultados de estática comparativa. Las secciones subsiguientes intentarán levantar estos supuestos.

Caracterizan la dinámica de ajuste dos elementos: i) la sobrerreacción del tipo de cambio y ii) el ajuste gradual de las tasas de predicción. Estos dos elementos configuran una senda de equilibrio que, en circunstancias normales, implica una correlación entre el producto y el tipo de cambio real. Esta correlación negativa se obtiene usando un esquema donde la depreciación real de la moneda nacional tiene una influencia positiva sobre la demanda efectiva. Esta predicción del modelo no contradice la evidencia empírica y sugiere que la vinculación dinámica de las principales variables económicas puede interpretarse de modos diferentes²⁶

2.1 La estructura financiera

La estructura financiera de una economía puede ser definida por el siguiente conjunto de elementos:

- i) Los instrumentos financieros disponibles para financiar la adquisición de activos reales y/o componer la riqueza de los agentes de decisión.
- ii) La estructura y las características de los mercados financieros.

26. La explicación más común para la correlación negativa entre producto y tipo de cambio real es el modelo de "devaluación recesiva". en él, después de un ajuste cambiario, se produce un exceso de oferta en el mercado de bienes y servicios.

La estructura financiera analizada se resume en el Cuadro No. 10 que muestra el portafolio estilizado de los distintos sectores económicos que componen la economía: familias (p), empresas (l), bancos (b), el gobierno (g), el Banco Central (c), y el sector externo (w). Las columnas del cuadro muestran el balance de los agentes económicos. Los activos son indicados por un signo positivo y los pasivos por uno negativo. Las filas indican la distribución de la oferta y la demanda de cada instrumento financiero.

Cuadro No. 10

LA ESTRUCTURA FINANCIERA

	Familias	Empresas	Bancos	Gobierno	BCRP	S. Externo
Moneda nacional						
Reservas	O	O	H _b	O	-H _b	O
Depósitos	D	O	-D	H _g	-H _g	O
Préstamos	O	-L _d	L _d , -L _c	-L _g	L _c , L _g	O
Moneda extranjera						
Reservas	O	O	R _b	O	-R _b	O
Depósitos	FD	O	-FD	O	O	O
Préstamos	O	-L _f	L _f	O	O	O
Deuda externa	O	O	O	-B	O	B
RIN	O	O	RIN _b	RIN _g	RIN _c	-RIN

Los instrumentos financieros incluidos en el Cuadro No. 10 pueden clasificarse en dos grupos: los denominados en moneda local y los expresados en moneda extranjera. El primer conjunto está conformado por: las reservas de los bancos comerciales (H), los depósitos bancarios (D) y los préstamos en soles (L). Los instrumentos financieros expresados en dólares son los siguientes: depósitos bancarios en dólares (FD), reservas en dólares (R), préstamos en dólares (EL), préstamos externos (B) y reservas internacionales (RIN). Las cantidades de estos activos son medidas en dólares y, por esta razón, deben ser multiplicadas por la tasa de cambio (E) si se desea encontrar su valor en moneda local.

Todos estos activos tienen un precio fijo en términos de la moneda relevante. Incluimos también un activo real: inventarios de bienes finales (N), que poseen un valor de mercado determinado por el índice de precios internos (P).

La tasa de interés de las reservas bancarias en soles, i_h , es determinada por el Banco Central. El tipo nominal de interés de los depósitos en soles, d , es determinado por la banca comercial, que opera bajo condiciones competitivas. Éste puede expresarse en función de la tasa de interés de los préstamos en soles, i , la tasa de interés de los encajes en soles, los requerimientos marginales de encaje y los costos marginales de intermediación.

La tasa de interés de las reservas bancarias en dólares, i_w es determinada también por la autoridad monetaria. El retorno nominal de los depósitos bancarios denominados en dólares, d_w , es fijado por la banca comercial considerando los tipos de interés de los activos locales en moneda extranjera, los requerimientos marginales de encaje y los costos marginales de intermediación.

Los instrumentos internacionales poseen tasas de interés determinadas en el mercado internacional. Las reservas internacionales rinden la tasa **LIBOR**; los préstamos externos, un interés, i_g , determinado por la **LIBOR** y un *spread* que refleja el riesgo político de la economía en cuestión.

Cuadro No. 11

LAS TASAS DE INTERÉS

En moneda nacional	
1. Reservas bancarias	$i_h = i_{ho}$ (determinada por el BCRP)
2. Préstamos	i (determinada competitivamente)
3. Depósitos	$d = (1-k)i + ki_h - ch$
En moneda extranjera	
1. Reservas bancarias	$i_w = i_{wo}$ (determinada por el BCRP)
2. Préstamos	l (determinada competitivamente)
3. Depósitos	$d_w = (1-r)l + r i_h - ch_w$

La tasa de interés de los préstamos "locales" en moneda extranjera, I , es determinada por las operaciones de arbitraje de la banca comercial que igualan la rentabilidad de los activos internacionales con la rentabilidad neta de riesgo de estos activos.

La tasa activa en soles, i , es fijada también por el arbitraje que practican las unidades empresariales en el mercado del crédito. Como resultado final, el costo del crédito en soles, neto de riesgo cambiario, se iguala con el costo expresado en moneda local del crédito en moneda extranjera. Se asumirá, por simplicidad, que la prima de riesgo cambiario es constante.

El Cuadro No. 11 presenta, de un modo más compacto, los distintos determinantes de los tipos de interés. La tasa esperada de devaluación, x , es el principal regulador del costo real del crédito cuando las primas de riesgo son constantes. Todas las tasas de interés, dados estos supuestos, pueden expresarse en función a la **LIBOR** y la tasa esperada de devaluación²⁷.

Los depósitos bancarios son mantenidos en su totalidad por el sector privado. Las unidades familiares utilizan las cuentas bancarias denominadas en soles para ejecutar transacciones y las cuentas en dólares como depósito de valor. Asumiremos que las personas no mantienen directamente activos reales; tampoco solicitan crédito ni demandan activos internacionales²⁸.

La demanda nominal de dinero es proporcional al nivel general de precios (P) y a la cantidad real de dinero (m). Esta última magnitud es una función directa del ingreso real (y) y de la tasa pasiva en soles. De otro lado, la rentabilidad

27 Las primas de riesgo podrían, en un modelo más complejo, depender de las ofertas relativas de los diferentes instrumentos financieros.

28. El crédito personal puede ser un componente importante de una economía dolarizada, ya que las familias pueden financiar la adquisición de activos reales que no son inmediatamente productivos: casas, bienes de consumo duradero, vehículos automotores, terrenos, etc. Dado que el modelo no incluye en su estructura estos bienes, hemos preferido excluir el crédito personal de la discusión. Un análisis completo de la dinámica de la apertura comercial y financiera debería, sin embargo, incluir esta variable. Nótese igualmente que hemos eliminado la posibilidad de mantener activos internacionales directamente. Este supuesto no tiene mayores consecuencias y se asume sólo por simplicidad.

esperada de los depósitos en dólares reduce la demanda por saldos reales. Tomando en consideración lo anterior, podemos escribir:

$$MO = Pm(d, d^w + x, y) \quad (1)$$

donde:

$$P = hP_y + (1-h)EP^w$$

El nivel general de precios (P) es un promedio compuesto por el precio de los bienes nacionales (P_y) y el precio de los bienes importados (EP^w). Los bienes nacionales e importados son sustitutos imperfectos. La ponderación indica la importancia de cada artículo en el gasto total de la economía.

La restricción presupuestaria de las familias puede expresarse del modo indicado a continuación:

$$Py_d = Pc + DMO + eDF \quad (2)$$

donde (y_d) es el ingreso disponible; (C), el consumo personal; (DMO), la demanda flujo de dinero; y (DF), el flujo demandado de depósitos en dólares. El ingreso disponible es una función de las tasas impositivas y del indicador del nivel global de actividad:

$$y_d = y_d(t, y) \quad (3)$$

donde (t) es la presión tributaria promedio de la economía^{29, 30}.

La demanda de depósitos en dólares puede obtenerse a partir de la especificación de la demanda por dinero, la función consumo y la restricción presupues-

29. Esta definición del ingreso disponible es claramente inadecuada al no tomar en consideración las pérdidas de capital que provoca la inflación, ni las variaciones en el precio real de la moneda extranjera.

efecto Lauren-Metzler es operativo. Sin embargo, la introducción de este efecto complica necesariamente la estática comparativa del modelo y, por esta razón, hemos decidido suprimir este efecto.

taria. Esta variable es una función del ingreso, las tasas pasivas de interés y el stock inicial de riqueza. Estas relaciones se resumen en la ecuación 4:

$$eF = Pf(y_d, d, d^w + x, W) \quad (4)$$

donde (W) denota el stock inicial de riqueza. La cantidad demandada de dólares es una función positiva del stock de riqueza y de la tasa esperada de rentabilidad de las cuentas en moneda extranjera. El tipo de interés en soles incide negativamente sobre ésta relación. El impacto del ingreso es ambiguo³¹.

Las empresas financian su capital de trabajo -conformado por inventarios de bienes finales- mediante los préstamos que solicitan a la banca comercial. La deuda corporativa puede estar denominada en soles o en dólares. Las unidades de producción no pueden solicitar directamente préstamos en el mercado internacional, de modo que la totalidad de la deuda corporativa es contratada en el mercado local de crédito³².

El balance del sector productivo viene dado por la condición:

$$L_T = PN \quad (5)$$

donde:

$$L_T = L_d + eL_f$$

denota la cantidad total de crédito; (N), el stock físico de inventarios finales; (L_d), la cantidad de crédito en soles; y (L_f), los préstamos denominados en moneda extranjera.

31. El efecto del ingreso sobre la cantidad demandada de depósitos en dólares es ambiguo. Esta variable, al incrementar el ahorro, provoca un incremento de las cuentas bancarias en dólares. De otro lado, ella también expande el componente, transaccional de la demanda de dinero, lo que deprime el flujo demandado de moneda extranjera.

32. La especificación elimina la posibilidad de que el sector empresarial contrate préstamos directamente en el mercado mundial. Este supuesto elimina el movimiento internacional de capitales y permite el análisis "puro" de los efectos de la dolarización del mercado crediticio local. Los préstamos internacionales serán reintroducidos en la sección que examinará el impacto de la apertura financiera.

Introducimos, a continuación, las funciones que determinan la composición del endeudamiento empresarial. Las variables relevantes son el costo relativo de los instrumentos financieros disponibles y el monto total de recursos crediticios requeridos por el sector productivo. Ello se indica en las siguientes ecuaciones:

$$L_d = g(i, l + x)L_T \quad (6)$$

$$eL_f = (1 - g(i, l + x))L_T \quad (7)$$

Un incremento de la tasa activa en soles, al aumentar el costo relativo del endeudamiento en moneda nacional, reduce -dado el monto total de crédito requerido- la demanda de crédito en soles y aumenta el crédito en dólares. Un incremento de la tasa activa en dólares produce un efecto similar, pero en la dirección contraria.

Las ecuaciones (6) y (7) pueden ser racionalizadas mediante el análisis del siguiente problema de elección bajo incertidumbre. Según éste, las empresas deciden la composición de sus pasivos al intentar minimizar una función que posee, como argumentos, el costo ponderado del crédito y un indicador de su variabilidad. En términos más formales, las empresas resuelven el siguiente problema de programación:

$$\text{MIN } U = U(c_T, s_T)$$

donde

$$c_T = gi + (1 - g)(l + x)$$

es el costo ponderado y esperado del crédito;

$$s_T = (1 - g)^2 S_x^2$$

la varianza de esta variable; y S_x^2 , la varianza de la tasa de devaluación.

La solución del problema permite determinar el valor óptimo de g como función de las tasas esperadas de interés y los parámetros de las funciones de probabilidad que gobiernan el comportamiento de los retornos esperados.

El balance presupuestario de las unidades productivas iguala el valor de la inversión en inventarios con los flujos crediticios relevantes:

$$PI = DL_d + eDL_t \quad (8)$$

Hemos asumido, al escribir la ecuación (8), que las empresas financian la totalidad de su inversión con recursos externos: las utilidades de operación se transfieren íntegramente a las unidades familiares. Este supuesto, adoptado con el propósito de simplificar la exposición, puede magnificar indebidamente el papel de la banca comercial en el financiamiento de la inversión, al introducir rigideces artificiales en el modo de operación de la política monetaria.

La ecuación (8) tampoco permite a las empresas demandar activos financieros. Todos los recursos externos se dedican a la compra de activos reales. Los préstamos bancarios solicitados con un propósito especulativo quedan, por esta razón, eliminados. Los préstamos especulativos pueden modificar sustancialmente el funcionamiento de los mercados financieros, al inyectar una fuente importante de inestabilidad. El modelo no permite el análisis de estas situaciones.

La banca comercial incluye a todas las instituciones financieras cuyos pasivos asumen la forma de depósitos, agrupados en dos grandes categorías: depósitos denominados en soles (MO) y depósitos en moneda extranjera. Los activos bancarios incluyen las reservas legales en dólares y soles, los activos internacionales y los préstamos en ambas monedas.

Los bancos están obligados por ley a mantener en el Banco Central encajes en moneda nacional y extranjera. Asumiremos, por simplicidad, que éstos depositan exactamente la cantidad requerida por la autoridad monetaria. Podemos, por esto razón, representar el impacto de esta regulación usando las ecuaciones listadas a continuación:

$$H_b = kMO \quad (9)$$

$$R_b = rF \quad (10)$$

donde (H_b) son los encajes en soles; (R_b), las reservas en dólares; (k), el requerimiento de encaje en moneda nacional; y (r), el requerimiento de encaje en moneda extranjera.

Los recursos financieros restantes son utilizados para comprar activos: activos internacionales, préstamos en soles y préstamos en moneda extranjera. Ello nos permite escribir la siguiente relación:

$$L_d + eL_f + eRIN_b = (1 - k)H_b + (1 - r)F + L_c \quad (11)$$

donde (RIN_b) indica los activos internacionales netos de los bancos comerciales y (L_c) los préstamos otorgados por el Banco Central a las instituciones financieras.

Los bancos cumplen un importante papel en el proceso que liga las tasas locales de interés con las internacionales. El arbitraje bancario iguala las tasas, netas de primas de riesgo, de los distintos instrumentos financieros demandados³³. Las primas de riesgo son exógenas y, por lo tanto, independientes de las ofertas relativas de los diferentes activos³⁴.

Los activos de las autoridades monetarias incluyen: préstamos en soles a la banca comercial (L_c), préstamos en soles al Tesoro Público (L_g) y reservas internacionales netas (RIN_c). Los pasivos vienen dados por las reservas en moneda nacional de la banca comercial (H_b), los depósitos del gobierno (H_g), y las reservas en dólares de los bancos (R_b). El balance del Banco Central se indica a continuación:

$$L_c + L_g + eRIN_c = H_b + H_g + eR_b \quad (12)$$

El Banco Central opera un sistema de metas monetarias programando período a período el valor de la base monetaria:

$$H = H_b + H_g$$

Ver el cuadro que resume los determinantes de los tipos de interés.

14. Asumimos, por esta razón, que la actitud de los bancos con respecto al riesgo es neutral, liste supuesto es crucial: los resultados del modelo pueden no mantenerse cuando los bancos son adversos al riesgo. Una alternativa interesante podría ser considerar a los bancos como infinitamente adversos al riesgo. En este caso, los bancos evitan tomar una posición abierta en moneda extranjera y separan los balances en moneda extranjera y moneda nacional. Las primas de riesgo se vuelven obviamente endógenas.

Las autoridades monetarias establecen también encajes en moneda nacional y extranjera y fijan las tasas de interés de las reservas bancarias. Denominaremos base monetaria ajustada al agregado:

$$H^a = H - H_g,$$

base monetaria en moneda extranjera a las reservas bancarias en moneda extranjera y posición de cambio a:

$$PC = RIN_c - R_b$$

La restricción presupuestaria de las autoridades fiscales³⁵ viene dada por la siguiente expresión:

$$PT + eDB + DL_g = PG + i_g eB + DH_g + eRIN_g \quad (13)$$

donde (T) es el valor real de los ingresos del sector público; (DB), el flujo de préstamos externos; (G), el valor real del gasto corriente no financiero; ($i_g eB$), los intereses de la deuda externa; (H_g), los depósitos del gobierno en el Banco Central³⁶; y (RIN_g), los activos internacionales del sector público.

Las autoridades fiscales fijan las tasas impositivas; establecen el valor real del gasto corriente no financiero; deciden la forma como se componen los activos financieros del sector público; y, finalmente, establecen la estructura de financiamiento de los desequilibrios operativos de las cuentas fiscales.

La ecuación (14) introduce la restricción de pagos externa expresada en moneda extranjera:

$$X - M - i_g B = DB - DRIN_g - DRIN_b - DRIN_c \quad (14)$$

35. Consolidamos las operaciones del Tesoro Público y el Banco de la Nación; ya que estas instituciones obedecen a las regulaciones que emanan de las autoridades fiscales. Consultar la sección precedente, para un modelo que muestra estos balances desagregados.

36 El encaje del Banco de la Nación.

donde (X) denota el valor en dólares de las exportaciones de bienes y servicios no financieros³⁷ y (M), el valor en moneda extranjera de las importaciones³⁸. La cuenta corriente viene dada por $(X - M - i_g B)$. La cuenta de capitales es $(DB - DRIN_g - DRIN_b)$; la balanza de pagos, $(DRIN_c)$. Cualquier desequilibrio en el combinado conformado por la cuenta corriente y de capital debe ser sostenido por la autoridad monetaria, interviniendo en el mercado cambiario. Nótese que los depósitos y los préstamos en dólares no aparecen en la ecuación (14), puesto que estos instrumentos financieros son activos y pasivos de agentes económicos residentes en la economía nacional.

2.2 El sector real

Los siguientes componentes conforman la demanda efectiva de la economía: el consumo personal (C), el gasto público (G), la inversión en inventarios (I) y las exportaciones reales (X_r). La oferta agregada está compuesta por la producción nacional (y) y las importaciones reales (M_r). El balance entre ventas y producción viene indicado por la expresión que se lista a continuación:

$$Y = C + G + I + X_r - M_r \quad (15)$$

El consumo personal es una función positiva del ingreso disponible (y_d). Esta última variable se define como la diferencia entre la producción nacional y los ingresos corrientes del sector público. Con ello, tendremos:

$$C = C(y_d) \quad (16)$$

$$y_d = y - T \quad (17)$$

Las exportaciones reales dependen del tipo de cambio real ($z = eP^w/P_y$), el ingreso mundial (Y^w) y la producción del sector primario (Y_p):

$$X_r = X(z, Y^w, Y_p) \quad (18)$$

17. Las exportaciones incluyen los ingresos "ilegales" que provienen del narcotráfico y las remesas que envían los peruanos que trabajan en el exterior. En las importaciones se incluye el contrabando.

Estos ítems aparecen en las cuentas oficiales en el rubro de errores y omisiones.

38. Hemos omitido los intereses redevuados por las reservas internacionales.

Las importaciones dependen positivamente del producto nacional y negativamente del tipo de cambio real. Ello se indica en la ecuación:

$$M_t = M(z, y) \quad (19)$$

Las empresas utilizan los inventarios para amortiguar las fluctuaciones de la demanda agregada, evitando de esta forma los costos que se asocian con un ajuste instantáneo de las tasas de producción. El producto, por esta razón, puede considerarse como dado en el corto plazo. Éste, sin embargo, responde gradualmente si las variaciones en la demanda efectiva se sostienen en el tiempo. La ecuación (20) indica esta respuesta gradual de la producción:

$$dy/dt = a(E - Y) \quad (20)$$

donde:

$$E = C + G + X_t - M$$

La expresión (20) define implícitamente la función de demanda de inventarios. Las empresas acumulan inventarios si ocurre un descenso en la demanda efectiva; y reducen inventarios, cuando se incrementan las ventas agregadas.

Las autoridades fiscales fijan exógenamente el valor del gasto público. Podemos expresar este hecho escribiendo:

$$G = G_0 \quad (21)$$

Si (W) denota la tasa de salarios nominales; (b), el requerimiento unitario de trabajo por unidad de producción; y (m), la tasa de ganancia sobre los costos primos; entonces, el precio de los bienes nacionales vendría dado por:

$$P_y = (1 + m)Wb \quad (22)$$

donde omitimos, por simplicidad, los insumos importados, los precios públicos, la tasa real de interés y el precio de las materias primas nacionales.

2.3 El equilibrio

Las ecuaciones (1) - (22) describen una estructura que permite determinar trayectorias dinámicas para las distintas variables involucradas. El estudio del

equilibrio requiere, sin embargo, especifique; ir: i) las características del régimen cambiario y de la política monetaria; ii) la política ejecutada por las autoridades fiscales; y, tii) la definición de un supuesto que explique y determine las expectativas de los diferentes agentes económicos.

Asumiremos que las autoridades monetarias operan un sistema cambiario que permite la libre flotación de la moneda extranjera. El Banco Ceñirá), en este esquema institucional, fija el valor de la base monetaria e instrumenta Ji/a principalmente esta decisión, comprando o vendiendo activos internacionales en el mercado cambiario. Las autoridades fiscales fijan el gasto y los impuestos; especifican también trayectorias para la deuda pública y el valor de los activos financieros del sector público.

Las expectativas se forman "raeiomdmente", es decir, son consistentes con kts predicciones del modelo y toman en consideración el comportamiento de los ejecutores de la política económica. No existe en el modelo incertidumbre agregada.: el comportamiento de las variables exógenas y de las autoridades económicas es perfectamente predecible. Las expectativas racionales, en estas circunstancias, coinciden con los resultados efectivamente observados

El equilibrio de previsión perfecta puede computarse considerando las condiciones que establecen el balance entre la oferta y la demanda de los mercados monetario y de bienes y servicios. Sustituyendo las ecuaciones de comportamiento, podemos resumir la solución de) sistema en dos ecuaciones diferenciales: una describe la dinámica del producto y olra, el comportamiento del tipo de cambio. La ecuación para la producción tiene la siguiente forma:

$$dy/dt = a(C(y - T) + X(z, Y^*, Y_p) - M(z, y) - y) = h(y, e) \quad (23)$$

donde $h_y(y, e) < 0$ y $h_e(y, e) > 0$. Un incremento en el ingreso, al reducir el exceso de demanda en el mercado de bienes, genera una disminución en la tasa de expansión de la producción³⁹. Un incremento en el tipo de cambio, dados los

39. Estamos asumiendo que la condición keynesiana de estabilidad se satisface, es decir, que la suma de la propensión marginal a ahorrar y la propensión marginal a importar es positiva y menor a la unidad.

precios internos, aumenta la tasa de crecimiento del ingreso, ya que incrementa las exportaciones y reduce las importaciones⁴⁰.

El análisis del equilibrio monetario permite desarrollar una ecuación diferencial para determinar el tipo de cambio. Igualando la oferta y la demanda de dinero, obtenemos la condición:

$$MO = P(P_y, eP^w)m(d, d^w + x, y)$$

donde:

$$MO = H^s/k$$

(d) y (d^w) son fijadas por las condiciones de arbitraje. Despejando: $x = dlne/dt$, es factible obtener la siguiente ecuación para el tipo de cambio:

$$de/dt = f(e, y) \quad (24)$$

donde:

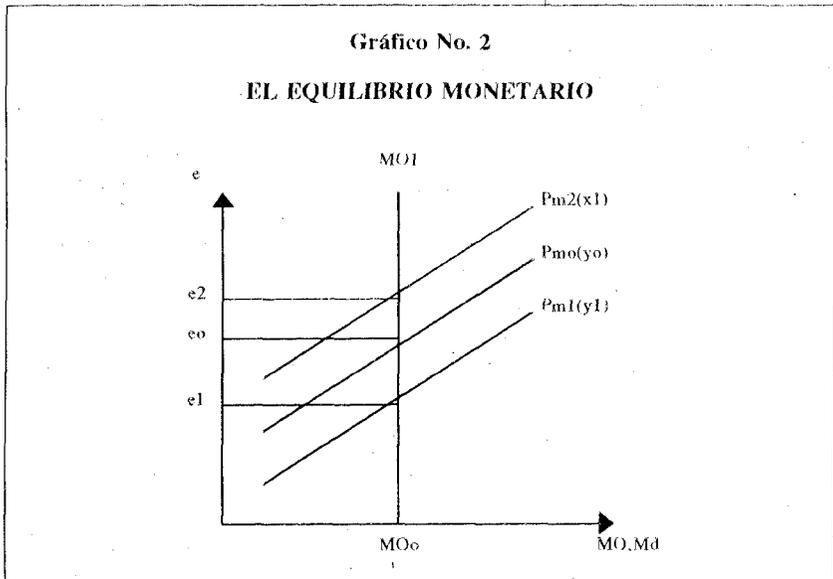
$$f_e(e, y) > 0 \text{ y } f_y(e, y) > 0$$

El Gráfico No. 2 muestra el equilibrio en el mercado monetario. La demanda nominal de dinero es, dados los valores del producto y las expectativas de devaluación, una función positiva de la tasa de cambio. Para un valor dado de la oferta monetaria (MO_0), existe un tipo de cambio (E_0) que equilibra el mercado monetario.

Un incremento en el ingreso sube la demanda real de dinero y genera, por lo tanto, un exceso de demanda en el mercado monetario. La preservación del equilibrio implica una caída en el tipo de cambio. En el Gráfico No. 2 este proceso se muestra por un desplazamiento hacia la derecha de la función de demanda por dinero. El nuevo equilibrio implica un tipo de cambio (E_1) < (E_0).

40 En el modelo, un incremento en el tipo de cambio provoca un exceso de demanda en el mercado de bienes y servicios. Estructuras que tomen en cuenta los efectos distributivos de la devaluación, podran exhibir la situación contraria.

Las expectativas de devaluación reducen la demanda real de dinero, provocando un exceso de oferta en el mercado monetario. La igualdad entre oferta y demanda se alcanza nuevamente mediante un incremento en la tasa de cambio. El nuevo tipo de cambio es $(E_2) > (E_0)$.

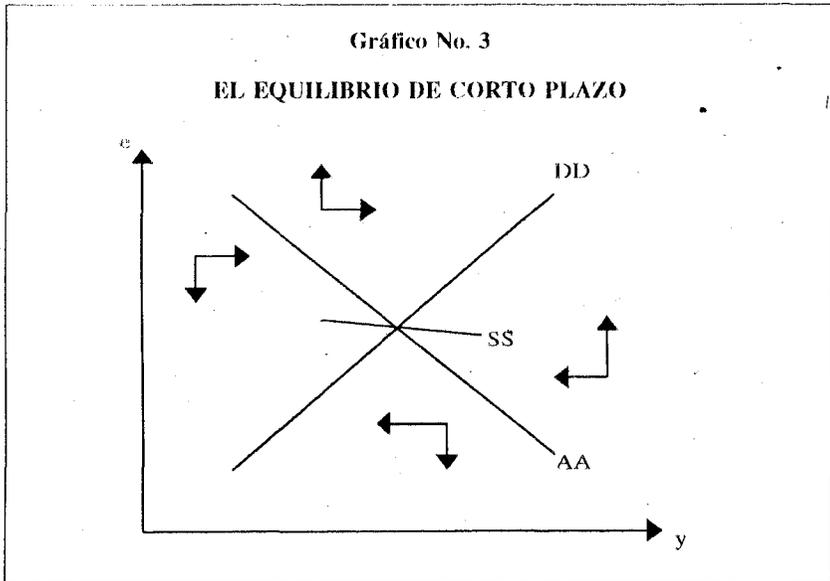


La discusión anterior puede resumirse en la ecuación (25):

$$e = e(x,y) \quad (25)$$

donde $e_x(x,y) > 0$ y $e_y(x,y) < 0$. Utilizando (25) para despejar de/dt se obtiene la ecuación (24).

El Gráfico No. 3 muestra el valor estacionario del tipo de cambio y el nivel de producción. La recta DD muestra las tasas de cambio y los niveles de ingreso que preservan el equilibrio en el mercado de bienes después del ajuste del producto a la demanda. La curva AA representa las combinaciones de tipo de cambio y producción que mantienen el equilibrio monetario.



Las rectas AA y DD dividen el diagrama en cuatro zonas. Las flechas indican la dirección del movimiento dinámico del producto y el tipo de cambio. Puede comprobarse que el sistema contiene una raíz característica positiva y otra negativa: el punto estacionario es, en consecuencia, un punto de ensilladura. La recta SS representa la senda de ensilladura, es decir, el único camino que conduce al equilibrio estacionario. Un valor inicial para la producción (y_0) permite determinar un valor del tipo de cambio (e_0) sobre la senda de ensilladura.

Una solución analítica aproximada del sistema puede obtenerse por linealización⁴¹ alrededor del punto estacionario. La linealización produce el sistema de ecuaciones listado a continuación:

41. La linealización utiliza la expansión de Taylor, es decir, la fórmula $f(x,y) = f(x^*,y^*) + f_x(x-x^*) + f_y(y-y^*) + R$. Donde x^* e y^* representan un punto estacionario y R, un residual que contiene términos de segundo orden de magnitud.

$$dy/dt = a(y - y^e) + b(c - e^e) ; a < 0, b > 0 \quad (26)$$

$$de/dt = c(y - y^e) + d(e - e^e) ; c > 0, d > 0 \quad (27)$$

donde (y^e) y (e^e) denotan los valores de los puntos estacionarios del ingreso y la tasa de cambio, y los coeficientes corresponden a las derivadas parciales de las ecuaciones (23) y (24).

La solución del sistema viene dada por (28) y (29):

$$y - y^e = A \exp(r_1 t) + B \exp(r_2 t) \quad (28)$$

$$e - e^e = C \exp(r_1 t) + D \exp(r_2 t) \quad (29)$$

donde (r_1) y (r_2) son las raíces características; $[A, C]$ y $[B, D]$ son los vectores característicos asociados a cada raíz.

El cómputo del determinante del sistema demuestra la existencia de una raíz positiva y otra negativa. En efecto, tenemos:

$$\det A = ad - cb < 0$$

ya que:

$$a < 0 \quad \text{y} \quad b > 0$$

Si (r_1) denota la raíz positiva, podemos eliminar la solución inestable haciendo $A = C = 0$ y determinar B y D resolviendo:

$$r_1 B = aB + bD$$

$$r_1 D = cB + dD$$

con lo que

$$D = \{(r_1 - a) / b\} B$$

Usando estas condiciones podemos reescribir (28) y (29) en la forma indicada a continuación:

$$y - y^e = B \exp(r_2 t)$$

$$e - e^e = \{(r_2 - a)/b\} B \exp(r_2 t)$$

Si y_0 denota e , valor inicial de la producción, podemos determinar B usando la igualdad $B = y_0 - y^e$.

La ecuación de la senda de ensilladura es:

$$e - e^e = \{(r_2 - a)/b\} (y - y^e) \quad (30)$$

donde la pendiente:

$$\{(r_2 - a)/b\}$$

es negativa, ya que

$$r_2 - a = \{-bc/(r_2 - d)\} < 0$$

Nótese que la dinámica de la tasa de cambio se rige por la fórmula $de/dt = n(e - e^e)$. Es decir, las expectativas de devaluación a lo largo de la senda de ensilladura siguen un esquema regresivo⁴².

El tipo de cambio y el nivel de producción, en su camino hacia el punto estacionario, muestran una correlación negativa. Cuando el tipo de cambio aumenta, el producto se reduce; cuando la producción se expande, la tasa de cambio disminuye. La relación inversa entre el producto y el tipo de cambio real no es, en principio, inconsistente con la experiencia empírica peruana.

2.4 Principales resultados

Esta sección discute el impacto global y sectorial de las diferentes variables exógenas incluidas en el modelo. La exposición detalla, en primer lugar, el

42. Esta expresión justifica la fórmula empleada por Oscar Dancourt y Waldo Mendoza en sus trabajos sobre dolarización.

efecto de los instrumentos de la política monetaria: las metas nominales de emisión, los encajes y las tasas de interés. Describimos, en segundo término, el resultado de los instrumentos fiscales: impuestos y gasto público, metas de endeudamiento externo y composición de la cartera de activos financieros en poder del gobierno. Presentamos, en la sección final, las consecuencias de corto y mediano plazo de algunas variables reales: cambios exógenos en las exportaciones y alteraciones en el grado de monopolio.

El equilibrio de previsión perfecta -definido por este estudio- excluye las "burbujas cambiarias", los fenómenos especulativos que dan lugar a profecías autocumplidas y el impacto de cualquier variable irrelevante sobre las expectativas: las soluciones siempre dependen de los factores fundamentales que rigen el comportamiento de los mercados y convergen siempre al punto estacionario.

2.4.1 La política monetaria

a. Un incremento no anticipado en la meta de emisión

A continuación, consideramos las consecuencias sobre el producto, el tipo de cambio y otras variables relevantes de un incremento no anticipado en la meta de emisión primaria. Asumiremos, con el propósito de resumir los efectos que posee esta variable, que el Banco Central instrumentaliza la variación en el "stock" de dinero, incrementando la cantidad de dólares que compra en el mercado cambiario.

El impacto inmediato ocurre en el sector financiero, puesto que, en el corto plazo, la producción se encuentra predeterminada. El incremento en la liquidez altera las condiciones de equilibrio de todos los mercados financieros, al producir un desequilibrio inicial en los mercados monetario y cambiario, que luego se transmite a los restantes segmentos del sector financiero.

La política monetaria expansiva provoca, en el mercado de reservas bancadas, una coyuntura de exceso de liquidez que permite a la banca comercial expandir sus líneas de crédito en moneda nacional y moneda extranjera. Estas acciones, al incrementar la oferta de fondos prestables, alteran el equilibrio en el mercado de crédito y de depósitos bancarios. Las presiones introducidas en los mercados financieros provocan un salto en el tipo de cambio que eleva el nivel general de precios, incrementa la demanda nominal de dinero y permite la eliminación del desequilibrio monetario.

La depreciación de la moneda nacional, con precios nacionales constantes, eleva el tipo de cambio real: las importaciones se reducen, las exportaciones aumentan. La expansión en la demanda efectiva provoca una revisión positiva de los planes de producción que introduce nuevas fuerzas que alteran nuevamente el equilibrio alcanzado en el mercado financiero.

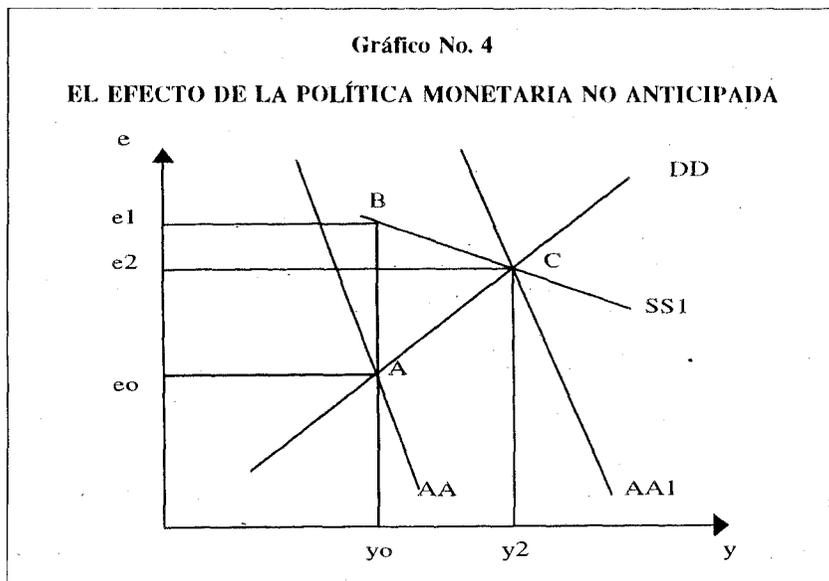
El crecimiento del producto, al incrementar la demanda de dinero, genera un exceso de demanda en el mercado monetario e inaugura un nuevo período de apreciación de la moneda nacional, que cancela parcialmente los efectos iniciales del "shock" monetario y conduce gradualmente a la economía a una nueva situación estacionaria. La nueva coyuntura se caracteriza por la presencia de expectativas cambiarias negativas, que aparecen cuando los sectores económicos reconocen la nueva situación y adaptan sus predicciones a la misma. Estas expectativas disminuyen las tasas de interés en soles y refuerzan el incremento en la demanda de dinero.

Eventualmente, se alcanza una nueva situación estacionaria con mayores niveles de producto y una tasa de cambio nominal y real más elevada; puesto que el proceso anterior, debido a la rigidez de los precios nacionales, no neutraliza totalmente el impacto expansivo de la política monetaria⁴³.

El Gráfico No. 4 resume el impacto del shock monetario⁴⁴.

43. Un ajuste de los precios nacionales puede obviamente neutralizar el impacto de la política monetaria expansiva. Probablemente, el proceso involucre un incremento en los salarios nominales, un incremento en los costos de producción y una elevación adicional en la demanda nominal de dinero. El modelo desarrollado no puede, dadas sus características, describir este proceso.

44. El análisis ha asumido que la apreciación en el tipo de cambio produce un exceso de demanda en el mercado de bienes y servicios. El análisis se complica sustancialmente cuando un incremento en el tipo de cambio real tiene un efecto recesivo. En este caso, tenemos básicamente dos posibilidades. En el primero, la nueva posición estacionaria da como resultado un tipo de cambio mayor y un nivel menor de producción. En el segundo, el tipo de cambio se reduce y el ingreso aumenta. No es posible descartar ningún caso, ya que ambos, dependiendo del valor de los parámetros relevantes, pueden ser "estables". La primera posibilidad parece, sin embargo, ser la más razonable. La dinámica que conduce al estado estacionario es, en las dos posibilidades, marcadamente diferente a la descrita en el texto. No se produce un *overshooting* cambiario inicial, sino un salto inicial en el tipo de cambio inicial menor. Como consecuencia, la tasa de cambio prosigue ajustándose hacia abajo o hacia arriba durante la fase de transición hacia el nuevo equilibrio.



La posición original de equilibrio es marcada por el punto A, determinado por la intersección de las curvas AA y DD, con una tasa de cambio (e_0) y un nivel de producción (y_0). La nueva posición estacionaria viene dada por el punto C, con un nivel de producto ($y_2 > y_0$) y un tipo de cambio ($e_2 > e_0$). El impacto inicial lleva a la economía al punto B, que representa el salto cambiario original. Nótese que la tasa de cambio asociada a este punto, (e_1), satisface la condición ($e_1 > e_2 > e_0$); es decir, el ajuste cambiario inicial es mayor. Este resultado es una consecuencia de la falta de flexibilidad del producto en el corto plazo. El período de transición hacia el nuevo equilibrio tiene lugar sobre la senda de ensilladura representada por la línea SS₁.

Un aumento en la meta de emisión, DH_a , incrementa los valores estacionarios del producto y la tasa de cambio. Tenemos:

$$y_2 = y_0 + mDH_a; m > 0$$

$$e_2 = e_0 + sDH_a; s > 0$$

En el momento $t=0$, el producto es, sin embargo, fijo. De modo que $B = y_2 - y_0 = mDH_a$. Para determinar e_2 podemos reemplazar en la ecuación para la senda de ensilladura y conseguir:

$$e_1 - e_2 = -\{(r_2 - a)/b\} mDH_a$$

Con lo que el salto inicial viene dado por:

$$e_1 - e_0 = sDH_a - \{(r_2 - a)/b\} mDH_a$$

Esto demuestra que en el momento $t=0$ se satisface la desigualdad $e_1 > e_2 > e_0$.

b. Un incremento anticipado en la meta de emisión

El mercado cambiario constituye el núcleo básico de una economía dolarizada. El precio del dólar es la pieza fundamental del cálculo financiero. Las expectativas cambiarias son la fuerza que impulsa el juego especulativo. Las opiniones, conjeturas y percepciones acerca del precio futuro de la moneda extranjera cambian continuamente, puesto que deben incorporar y descontar el impacto presente y futuro de las distintas variables que afectan la tasa de cambio. Para describir las principales características del proceso de revisión de expectativas y detallar el impacto del mismo sobre la coyuntura económica, resulta útil analizar las reacciones del mercado ante el anuncio -plenamente creíble- de un programa monetario más expansivo.

Este anuncio tiene un impacto inmediato sobre el mercado financiero, al inducir una revisión general en la estructura de las carteras: los agentes económicos intentarán adquirir activos en moneda extranjera y alterar la composición de sus pasivos, favoreciendo las deudas en moneda nacional. Este proceso determina una caída drástica en la cantidad real de dinero, un exceso de demanda en el mercado cambiario y un salto en la tasa de cambio. La depreciación de la moneda nacional impulsará la demanda efectiva y el producto real.

La economía ingresa, después de estos efectos iniciales, a un nuevo período marcado por el aumento continuo en el producto y la depreciación sostenida del

signo monetario nacional⁴⁵. Esta fase finaliza con la ejecución real del incremento monetario. Al ocurrir la expansión monetaria, la tasa de cambio no se altera⁴⁶: el mercado, en el período previo, ya descontó plenamente el efecto de la misma. El equilibrio monetario se mantiene, ya que la liquidez adicional es absorbida por un incremento de la misma magnitud en la demanda de dinero⁴⁷; de modo tal que no se produce, en el mercado, ningún desequilibrio.

Con la ejecución del programa expansivo, dejan de operar las fuerzas que impulsaban la depreciación y reducían de modo sostenido la demanda real de dinero. Éstas son substituidas por otras que tienen su origen en el sector real: el incremento en el producto determina una coyuntura de escasez de liquidez y un proceso continuo de apreciación nominal y real. Este movimiento conduce, finalmente, a la economía al nuevo estado estacionario.

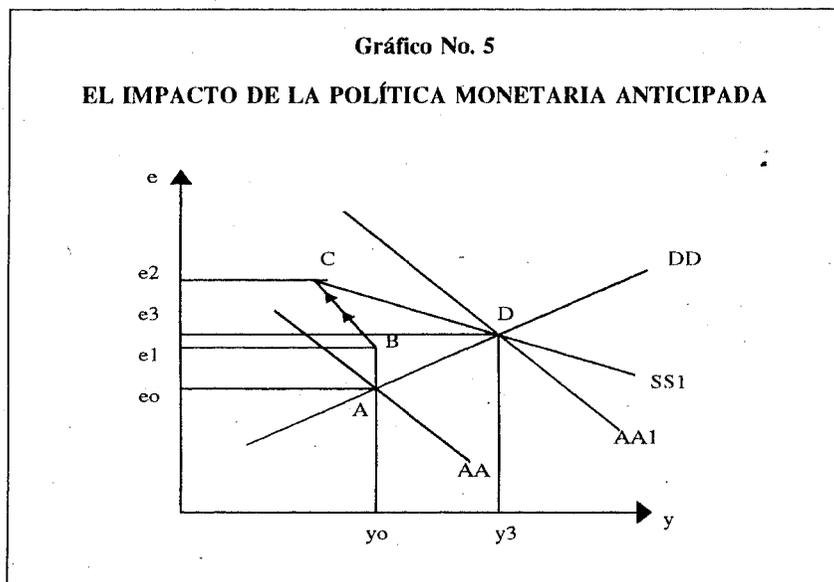
El Gráfico No. 5 resume la reacción del mercado al detallar los principales efectos sobre el producto y la tasa de cambio. La economía se encuentra, antes del anuncio, en la posición estacionaria marcada con el punto A, con un nivel de ingreso (y_0) y un tipo de cambio (e_0). El anuncio implica un salto en la tasa de cambio y el paso a la posición de equilibrio marcada por el punto B, donde el tipo de cambio viene dado por (e_1) $>$ (e_0).

El punto C indica el valor de la tasa de cambio (e_3) y el producto (y_3) en el momento de ejecución de la nueva política monetaria. El camino hacia la nueva posición estacionaria viene indicado por la senda de ensilladura SS_1 . El punto D resume, el resultado final de todo el proceso.

45. Las características empíricas de esta fase resultan interesantes en la medida que implican un movimiento en la misma dirección del producto y el tipo de cambio real.

46. Estamos asumiendo que el Banco Central cumple efectivamente su "promesa". Si esto no ocurre, puede producirse una fuerte caída en la tasa de cambio.

47. El incremento en la demanda de dinero se produce cuando el público deja de tener expectativas de devaluación.



c. Cambios en las tasas de interés

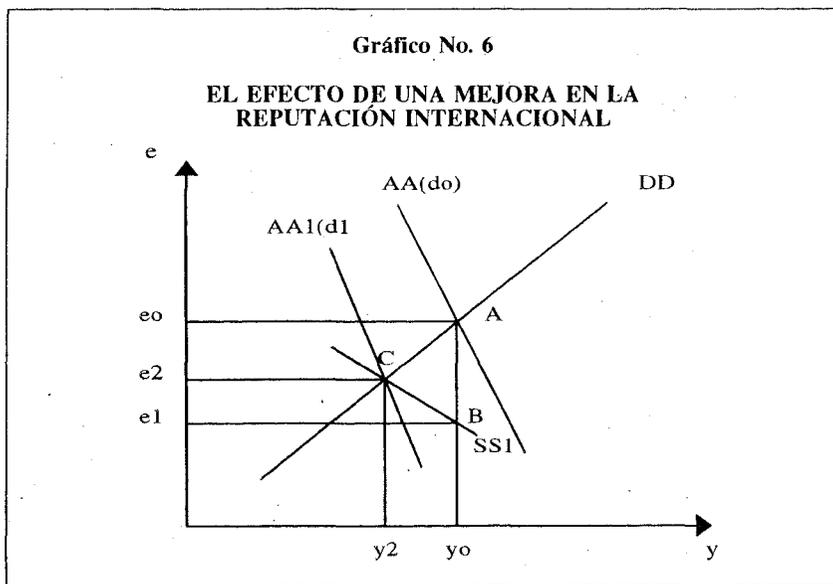
La especificación del modelo liga las tasas de interés locales a las internacionales. Éstas, por dicha razón, no dependen de las condiciones que rigen la oferta y la demanda de los distintos activos financieros. Las autoridades económicas pueden, sin embargo, afectar estas variables mediante políticas que incrementen su reputación en el mercado internacional⁴⁸. Estas políticas impactan en el mercado nacional reduciendo las primas de riesgo que contienen los activos locales; y, por esta razón, disminuyen las tasas de interés. Presentamos, a continuación, el impacto de dichas políticas.

El descenso en las tasas de interés aumenta la demanda real de dinero y, manteniéndose constante la oferta monetaria, origina una caída en la tasa de cambio. La apreciación real mella la competitividad de la economía. En

48. El programa de "reinserción" ejecutado por el gobierno de Fujimori tiene estos efectos.

consecuencia, las exportaciones disminuyen y las importaciones aumentan. La reducción en la demanda efectiva produce un exceso de oferta en el mercado de bienes y, eventualmente, conduce a una reducción en los niveles de producción. La caída en el producto eleva gradualmente el tipo de cambio real durante la fase de ajuste hacia el nuevo estado estacionario, ya que reduce la demanda real de dinero. La nueva posición estacionaria implica, sin embargo, una apreciación real y un descenso del nivel de producción⁴⁹.

El Gráfico No. 6 resume esquemáticamente los efectos de corto y largo plazo del descenso en los tipos de interés. Una caída en la tasa de interés internacional produce los mismos efectos.



49. La reducción en el costo real del crédito puede amortiguar, parcialmente, el efecto recesivo de esta política en un esquema alternativo que incorpore el impacto de la tasa real de interés en la demanda efectiva.

d. Un incremento en el encaje en moneda extranjera

El programa de estabilización ejecutado por el gobierno de Fujimori ha producido una fuerte apreciación real. El Banco Central ha intentado neutralizar el efecto de la misma aumentando el encaje en moneda extranjera. Este instrumento, según los ejecutores de la actual política económica, tiene un fuerte impacto sobre el precio del dólar; en la medida que, al reducir la expansión secundaria en moneda extranjera, cae la oferta de dólares y se eleva el tipo de cambio real. Aunque la justificación parece intuitivamente plausible, posee todos los vicios de un razonamiento de equilibrio parcial, pues ignora los factores que determinan el equilibrio monetario de la economía.

En el modelo desarrollado en esta sección, por ejemplo, la política no tiene ningún efecto sobre el tipo de cambio real, ya que el equilibrio monetario es independiente del encaje en moneda extranjera^{50 51}. Dos elementos cruciales generan este resultado: primas constantes de riesgo y ausencia de efectos riqueza en la demanda de dinero. La lógica de este resultado puede entenderse examinando los determinantes de la demanda y oferta stock de moneda extranjera.

La demanda stock de moneda extranjera posee la siguiente forma:

$$eF = W - MO = f(W, y, x) \quad (30)$$

Por esta razón, un incremento en la riqueza produce un aumento en la misma magnitud de la demanda stock de dólares, cuando el sector privado atesora el mismo incrementando sus depósitos en moneda extranjera. Dado que $(W) = (MO) + (e)(F)$, este resultado implica que una reducción en el stock de dólares creados localmente no altera el equilibrio en el mercado monetario, ya que produce una caída en la demanda de la misma magnitud. El equilibrio en el mercado cambiario se altera si la demanda real de dinero depende de la

50. El incremento en el encaje puede incluso disminuir el tipo de cambio si reduce la tasa pasiva en moneda extranjera y aumenta, por esta razón, la demanda real de dinero.

51. Oscar Dancourt y Waldo Mendoza han derivado, anteriormente, este mismo resultado empleando un modelo con una especificación diferente.

riqueza, puesto que en este caso la reducción en el encaje produce un exceso de demanda en el mercado cambiario y una elevación en el tipo de cambio⁵².

2.4.2 La política fiscal

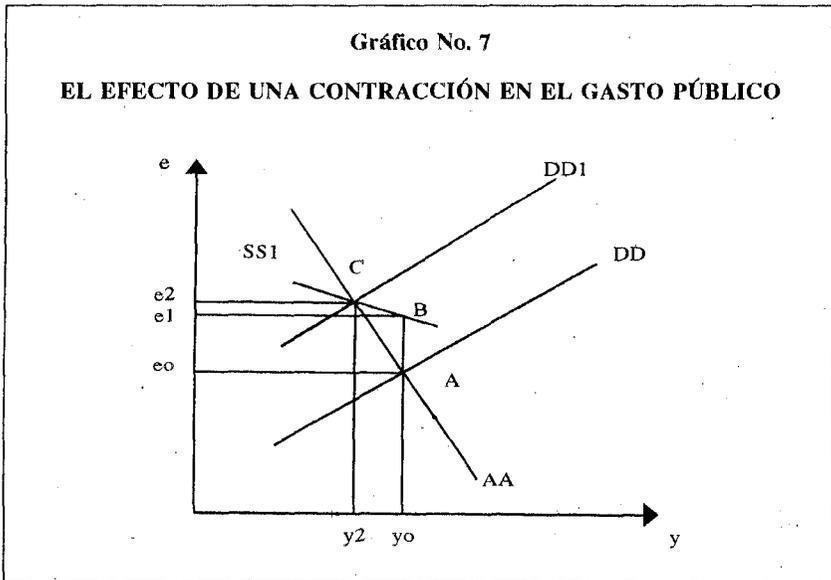
Las autoridades económicas, siguiendo las sugerencias de sus asesores internacionales, han empleado crecientemente los instrumentos de la política fiscal con el objeto de combatir el efecto del atraso cambiario. Las medidas más comunes han sido las siguientes: contracción del gasto público no financiero y dolarización de la cartera financiera del sector público. Describimos, a continuación, el mecanismo de operación de estos instrumentos de política económica.

Una política fiscal restrictiva no tiene un impacto directo en el sector financiero, pues las principales relaciones que determinan el equilibrio monetario no dependen explícitamente de los instrumentos fiscales. El impacto sobre el tipo de cambio es, en consecuencia, indirecto y transmitido mediante los siguientes canales: el efecto del ingreso real sobre la demanda de dinero y el impacto de la contracción fiscal sobre las expectativas de devaluación de los agentes económicos.

Una disminución permanente en el gasto público reduce la demanda agregada, provocando, en el mediano plazo, una caída en el producto y un aumento en el tipo de cambio. El impacto sobre el ingreso opera poniendo en acción el multiplicador keynesiano que magnifica el impacto de la contracción fiscal. El efecto sobre el tipo de cambio opera reduciendo la demanda real de dinero. Este hecho, al alterar el equilibrio monetario, induce una subida en el corto plazo. La política, en el corto plazo, opera alterando las expectativas de los agentes económicos. Este mecanismo, al determinar expectativas positivas de devaluación, reduce también la demanda de dinero y provoca un sallo hacia arriba en la tasa de cambio.

52. Resulta, sin embargo, difícil justificar un efecto riqueza en una economía dolarizada. Una alternativa que genera los mismos resultados es un modelo donde la demanda real de dinero depende de la absorción doméstica real y las expectativas de devaluación. Si la absorción es una función positiva de la riqueza real, la política de reducción en el encaje podría reducir la demanda por dinero y elevar el tipo de cambio real.

El Gráfico No. 7 ilustra el impacto de la política. La contracción en el gasto determina un desplazamiento hacia la izquierda de la curva que resume el balance entre el ahorro y la inversión. Como consecuencia, el nuevo punto estacionario de la economía pasa de la posición A a la posición C. En C, el producto se contrae y el tipo de cambio aumenta. El efecto de corto plazo está indicado por el punto B y la senda de ensilladura SS_1 .



El mecanismo de operación se complica cuando la contracción en el gasto tiene sólo un carácter transitorio, es decir, cuando los agentes económicos anticipan una eventual reversión, de la política. En este caso, el equilibrio final no se altera, ya que la relación que describe el balance real vuelve, después de un tiempo, a su posición original. La política tiene, sin embargo, efectos interesantes en el corto plazo que resumimos en los párrafos subsiguientes.

En el Gráfico No. 8 se detalla el proceso de ajuste de la economía inducido por una reducción transitoria en el gasto público. El sector privado espera que en el momento t_1 se revierta la contracción fiscal. La economía debe estar sobre

la senda de ensilladura SS_1 , después del cambio en la política; pues, de no ser así, nunca podría regresar a la posición original de equilibrio.

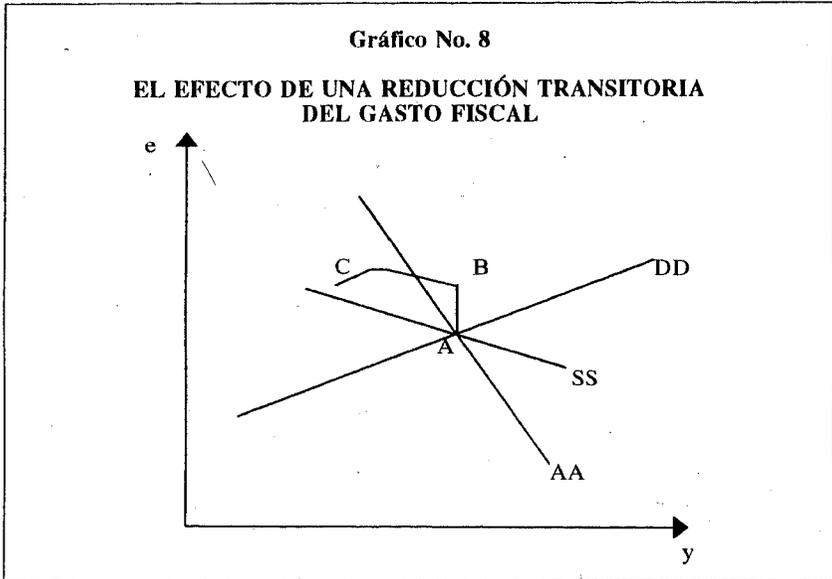
Antes de este momento obtenemos una dinámica dominada por dos características: la contracción en el gasto público y el hecho de que en el momento t_1 no puede ocurrir un ajuste brusco en el tipo de cambio. Estas dos condiciones implican una senda de ajuste similar a la indicada, en el gráfico, por el segmento BC. Este debe intersectar a la senda de ensilladura en el momento t_1 a fin de evitar un ajuste brusco en el tipo de cambio.

El proceso de ajuste implica, en un primer momento, una reducción en el ingreso y un aumento en el tipo de cambio. La tasa de cambio continúa incrementándose, pero a un ritmo decreciente. Esta variable alcanza después un valor máximo y empieza a descender. La dinámica, en el primer momento, es dominada por la reducción en la demanda de dinero, la cual tiene su origen en la contracción fiscal. El descenso posterior se da por el juego especulativo de los agentes económicos, quienes comienzan a vender dólares anticipándose a la eventual reversión de la política. Conforme se acerca el período t_1 , este segundo factor se vuelve más importante; y, finalmente, termina por imponerse de modo tal que el tipo de cambio descende.

La dolarización de la cartera financiera del Estado induce efectos que son equivalentes a los de la política monetaria expansiva. Esta política reduce el encaje en soles que mantiene el gobierno en el Banco Central y aumento el stock de activos internacionales en poder del sector público. Como consecuencia, las reservas en soles de la banca comercial y la cantidad de dinero crecen. El resultado final provoca un salto cambiario y una expansión del producto"

El efecto de los precios públicos no es incorporado explícitamente en el modelo desarrollado en esta sección. Por esto razón, no es posible una descripción detallada del impacto global de la política de tarifas. Podemos, sin embargo, "simular" algunos de los efectos analizando el impacto de un incremento en el margen de ganancia.

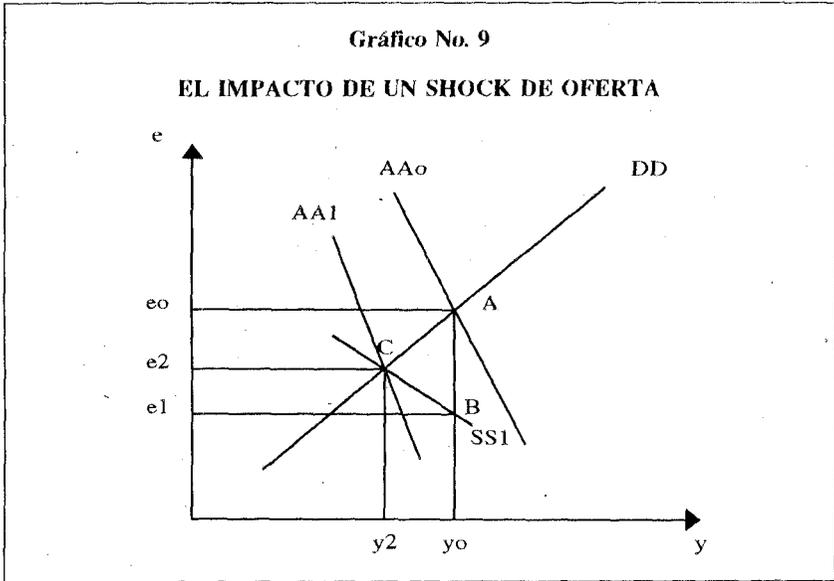
53 Consultar la sección que describe el impacto de la política monetaria para el detalle de la dinámica del ajuste



El aumento de los precios nacionales altera el equilibrio en todos los mercados que componen la economía. En el mercado monetario aparece, en el corto plazo, un exceso de demanda de dinero que provoca una reducción en la tasa de cambio. En el sector real se gesta un exceso de oferta que reduce progresivamente el producto. El Gráfico No. 8 describe los efectos de corto y mediano plazo de esta variable.

El proceso de ajuste involucra un salto inicial de la tasa de cambio que coloca a la economía en la senda de ensilladura SS_1 . La caída en el tipo de cambio es inicialmente mayor a la requerida para mantener el nuevo equilibrio estacionario. El shock reduce, en el mediano plazo, el producto y el tipo de cambio⁵⁴.

54. Para este análisis se asume que el efecto en el sector real es de tal magnitud que la nueva intersección de las funciones de equilibrio implique un tipo de cambio más elevado.



2.5 La dinámica de los precios y la tasa de cambio

Esta sección discute una extensión del modelo que permite describir el movimiento conjunto del producto, la tasa de cambio y los precios nacionales. Presentamos las principales conclusiones en tres partes. La primera desarrolla una versión lineal de las ecuaciones estructurales y formaliza la dinámica de precios. La Segunda discute las propiedades del equilibrio de previsión perfecta y cómo el ajuste de precios afecta las sendas de ajuste de las principales variables económicas. La tercera parte resume los efectos de la política monetaria.

La demanda efectiva es determinada por tres factores: el nivel de ingreso, el tipo de cambio real y un índice de política fiscal. Ello se representa en la siguiente ecuación:

$$d = a(e + p^* - p_y) + by + g; a > 0, 0 < b < 1 \quad (31)$$

donde (d) representa el logaritmo natural del gasto agregado; (y), el producto; (e), el tipo de cambio nominal; (p^*), los precios internacionales; (p_y), los precios nacionales; y (g), el indicador de política fiscal.

El producto responde gradualmente a la demanda según lo indicado por la ecuación (32):

$$dy/dt = s(d - y); s > 0 \quad (32)$$

El equilibrio monetario es caracterizado por una función que resume los determinantes de la demanda de dinero: precios, producto y expectativas de devaluación. Ella viene indicada por:

$$m = p + y - (1/d)(r^* + x) \quad (33)$$

donde (m) es el logaritmo natural de la cantidad nominal de dinero; (p), un índice de precios; (y), el producto; (r^*), la tasa de interés internacional; y (x), las expectativas de depreciación.

El índice de precios es un promedio geométrico compuesto por precios nacionales e internacionales:

$$p = h(e + p^*) + (1 - h)p_y \quad (34)$$

donde (h) representa el factor de ponderación.

Las expectativas de depreciación coinciden con el movimiento efectivo del tipo de cambio:

$$x = de/dt \quad (35)$$

Los precios nacionales son proporcionales a un índice de salarios nominales:

$$p_y = W \quad (36)$$

donde (W) es un índice de salarios nominales⁵⁵.

55. Hemos omitido de la ecuación (36) el impacto del tipo de cambio. Esta omisión no tiene mayores consecuencias.

La dinámica de los salarios se formaliza empleando el modelo de contratos yuxtapuestos desarrollado por Calvo⁵⁶. Este esquema contiene dos relaciones básicas: una regla para determinar los salarios nominales de las negociaciones que tienen lugar en el momento actual, y otra que indica el comportamiento global del índice de salarios nominales.

Dicho índice está compuesto por los contratos actualmente vigentes:

$$dW/dt = (1/T)(W^* - W); T > 0 \quad (37)$$

donde (W^*) denota el valor de los salarios nominales establecidos en las negociaciones que tienen lugar en el presente, y (T) es una constante que indica la vida promedio de los contratos laborales.

El valor de (W^*) es determinado por la condición:

$$W^* = p^e \quad (38)$$

donde (p^e) es el valor estacionario del índice de precios⁵⁷.

Combinando (31)-(38) obtenemos el sistema lineal:

$$dy/dt = -s(1 - b)(y - y^e) + as(z - z^e) + 0(p_y - p_y^e) \quad (39)$$

$$dz/dt = d(y - y^e) + hd(z - z^e) + (d + 1/T)(p_y - p_y^e) \quad (40)$$

$$dp_y/dt = 0(y - y_e) + 0(z - z^e) - (1/T)(p_y - p_y^e) \quad (41)$$

donde:

$$z = e + p^* - p_y$$

56. Calvo, Guillermo, "Staggered Prices in a Utility - Maximizing Framework". en *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, No. 3, Setiembre 1993, pp. 383-398.

57. Esta ecuación es claramente arbitraria. En una especificación alternativa, (W^*) podría ser igual a un índice de precios futuros; por ejemplo, $dW^*/dt = (1/T)(W^* - p)$. Aunque esta especificación es teóricamente más satisfactoria, añade una ecuación diferencial que complica la resolución del modelo.

es el tipo de cambio real; mientras que (z^e) , (y^e) y (p_y^e) son los valores estacionarios de las variables relevantes.

El sistema (39) -(41) posee tres raíces: dos negativas y una positiva. Hay dos variables de estado: el producto y los precios nacionales. Condiciones iniciales adecuadas para ellas y el requerimiento de convergencia al punto estacionario, permiten determinar una única trayectoria dinámica para la economía.

La solución general puede escribirse como:

$$y - y^e = c_{11} \exp(r_1 t) + c_{21} \exp(r_2 t) + c_{31} \exp(r_3 t) \quad (42)$$

$$z - z^e = c_{12} \exp(r_1 t) + c_{22} \exp(r_2 t) + c_{32} \exp(r_3 t) \quad (43)$$

$$p_y - p_y^e = c_{13} \exp(r_1 t) + c_{33} \exp(r_2 t) + c_{33} \exp(r_3 t) \quad (44)$$

donde r_1 , r_2 , r_3 son las raíces características; y las constantes, los vectores característicos asociados a las mismas.

Si r_3 es la raíz positiva, la estabilidad implica que $c_{31} = c_{32} = c_{33} = 0$. Con ello, las ecuaciones paramétricas para la senda de ensilladura vienen dadas por las condiciones:

$$y - y^e = c_{11} \exp(r_1 t) + c_{21} \exp(r_2 t) \quad (45)$$

$$z - z^e = c_{12} \exp(r_1 t) + c_{22} \exp(r_2 t) \quad (46)$$

$$p_y - p_y^e = c_{13} \exp(r_1 t) + c_{33} \exp(r_2 t) \quad (47)$$

donde las constantes se determinan por las ecuaciones que forman los vectores característicos y por las condiciones iniciales para el producto y los precios nacionales.

La senda de ensilladura posee las siguientes propiedades:

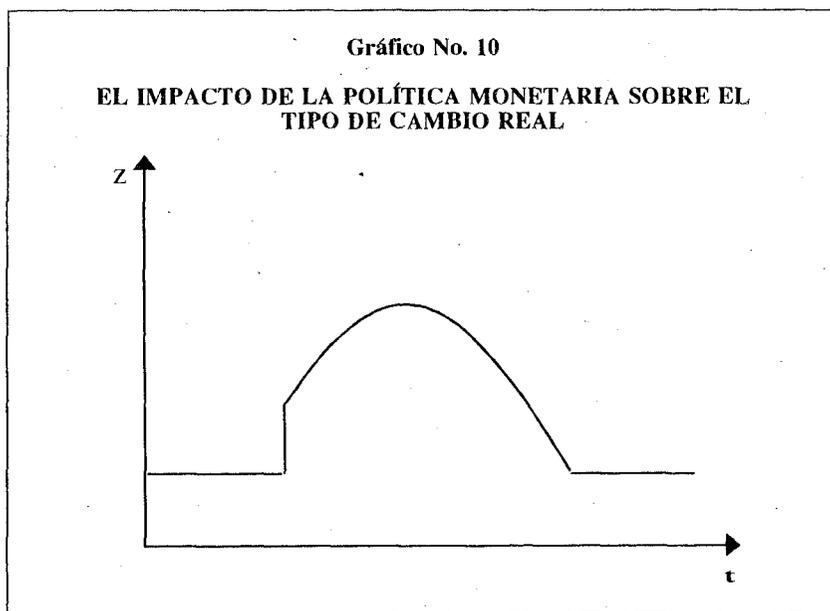
- i) El comportamiento dinámico del producto y el tipo de cambio real se componen sumando dos expresiones exponenciales. Existe, por esta razón, un momento $t = t^* > 0$ donde estas variables alcanzan un valor

máximo. Este momento, para el caso específico del tipo de cambio real, viene determinado por la ecuación:

$$r_1 c_{12} \exp(r_1 t^*) + r_2 c_{22} \exp(r_2 t^*) = 0$$

- ii) Los precios nacionales alcanzan un valor máximo (mínimo) y luego descienden (aumentan) de manera regular durante todo el proceso de ajuste.

En el Gráfico No. 10 resumimos el impacto de la política monetaria expansiva sobre el tipo de cambio real.



Un incremento en la oferta monetaria provoca un salto inicial en el tipo de cambio real. Después del ajuste inicial, sigue un período en el cual z se incrementa hasta alcanzar un valor máximo. Finalmente, esta variable vuelve a descender para adquirir el valor que tenía antes del "shock" monetario.

La trayectoria dinámica, resumida en el Gráfico No. 10, es el resultado final de la interacción conjunta de tres tipos de efectos: el efecto liquidez, el efecto precio y el efecto expectativa.

"Me gustaría presentar lo que en mi opinión constituye el análisis correcto de las relaciones entre cambios en la cantidad de dinero y las tasas de interés. Existen en él tres efectos involucrados. El primero es el efecto liquidez. El segundo es el efecto ingreso. El tercer efecto es el efecto expectativa. Demostraré que sólo el primer efecto trabaja en la dirección usualmente esperada mientras que el segundo y el tercero trabajan en la dirección opuesta. El efecto del cambio monetario sobre la tasa de interés sólo puede ser comprendido si se toman en consideración todas las fuerzas involucradas."⁵⁸

La operación del efecto liquidez se apoya en la relación negativa que existe entre la cantidad de dinero y las expectativas de depreciación real de la moneda nacional. Este efecto permite, en el corto plazo, absorber la liquidez adicional incrementando la preferencia por moneda nacional. Gracias a este efecto, en una economía con previsión perfecta, se amortigua el tamaño del salto cambiario inicial.

Por su parte, la operación del efecto precio se basa en la relación positiva existente entre la cantidad nominal de dinero y el índice de precios internos. La mecánica operativa del efecto precio implica, en el corto plazo, un incremento inicial en el precio de los bienes importados y, por esta razón, una expansión en la demanda por dinero nacional. Con los precios nacionales y el producto constante, el efecto precio tiende a provocar un sobreajuste inicial en el tipo de cambio.

El efecto expectativa, dadas las expectativas reales de apreciación, reduce la cantidad real de dinero. Por ello, refuerza la operación del efecto precio y el tamaño del ajuste cambiario inicial.

58. Friedman, Milton, "Factors Affecting the Level of Interest Rates", en Havrilesky, T. y J. Boorman, *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, AHIM Publishing Corporation, 1980. El original está en inglés; la traducción al castellano es nuestra.

Las ecuaciones (52) - (54) cierran la versión revisada del modelo:

$$d = a(e + p^* - p_y) + by + g; a > 0, 0 < b < 1 \quad (52)$$

$$m = p + y - (1/d)(r^* + de/dt) \quad (53)$$

$$(53) p = h(e + p^*) + (1 - h)p_y \quad (54)$$

De (49) resulta:

$$y = \{1/(1 - vk)\}x - \{v/(1 - vk)\}N \quad (55)$$

Para derivar el sistema de ecuaciones diferenciales, tenemos que eliminar y de (48) - (54). Después de reemplazar (49) y simplificar, obtenemos:

$$dx/dt = -s\{1 - [b/(1 - vk)]\}(x - x^e) - \{sbv/(1 - vk)\}(N - N^e) + sa(e - e^e) \quad (56)$$

$$dN/dt = \{(1 - b)/(1 - vk)\}(x - x^e) - \{(1 - b)v/(1 - vk)\}(N - N^e) - a(e - e^e) \quad (57)$$

$$de/dt = \{d/(1 - vk)\}(x - x^e) - \{dv/(1 - vk)\}(N - N^e) + hd(e - e^e) \quad (59)$$

donde x^e , e^e y N^e son los valores de la posición estacionaria.

El sistema (56) - (59) contiene una raíz positiva. Las dos raíces restantes pueden ser reales o imaginarias. Las raíces reales generan sendas de ajuste bastante similares a las del modelo descrito en la sección anterior. Las raíces imaginarias producen un camino de ajuste caracterizado por la presencia de un ciclo amortiguado⁶¹.

El ciclo amortiguado puede iniciarse por un incremento no anticipado en la oferta monetaria, que provoca un salto en el tipo de cambio y un aumento en la demanda efectiva. El incremento en la demanda reduce el stock de inventarios e inicia el proceso dinámico de ajuste del producto. Dos elementos

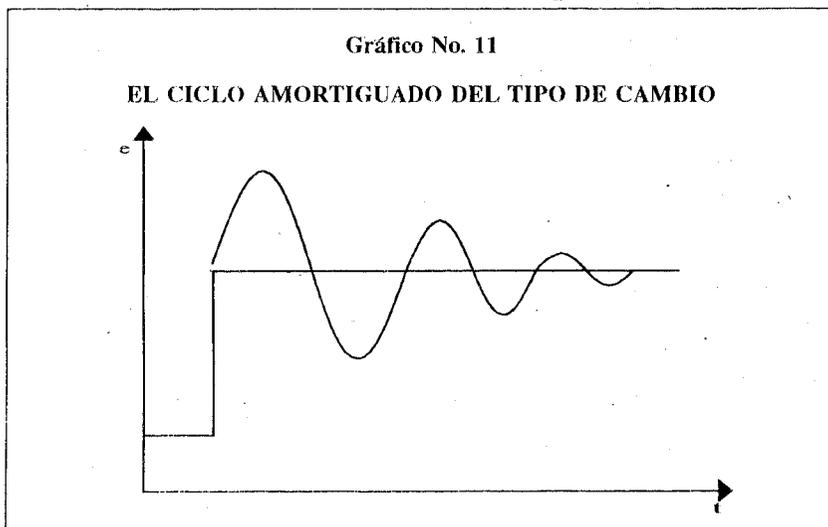
61. El sistema puede también generar oscilaciones de forma no amortiguada. No consideraremos esta posibilidad.

estimulan la expansión del índice global de producción: el aumento en las ventas netas y la inversión de reposición en bienes finales.

El incremento en el producto tiene un impacto inmediato en el sector financiero, puesto que aumenta la preferencia por moneda nacional. Con la oferta monetaria constante, este hecho provoca un descenso en el tipo de cambio real y una reducción en la demanda agregada. La caída en el tipo de cambio real frena gradualmente el proceso de expansión de la producción. Como consecuencia, el ingreso alcanza un valor máximo y luego empieza a descender. La caída en la producción vuelve a incrementar el tipo de cambio y anuncia una nueva fase de expansión.

El proceso de convergencia hacia el nuevo estado estacionario implica una sucesión de ciclos que combinan, en la fase expansiva, la apreciación real y el incremento en el ingreso; y, en la fase depresiva, la reducción en el producto y la depreciación real.

En el Gráfico No. 11 detallamos, para el caso amortiguado, la respuesta del tipo de cambio.



La política monetaria expansiva produce un ajuste inicial en el tipo de cambio. La convergencia hacia el nuevo estado estacionario supone fases sucesivas de apreciación y depreciación reales. El modelo desarrollado en la sección anterior contenía una secuencia opuesta: la apreciación real ocurría inmediatamente después del shock monetario. La contradicción puede resultar interesante, ya que permite decidir cuales son las fuerzas que, en una coyuntura concreta, operan el mercado cambiario.

2.6.2 Las expectativas de corto plazo y el tipo de cambio real

En el modelo austriaco de producción, el tiempo juega un papel fundamental:

"La naturaleza consumidora de tiempo de la producción plantea a los productores la necesidad de tomar decisiones basándose en una estimación, una predicción de la demanda de su producto: es necesario colocar los bienes en el mercado antes que la gente los compre, y por lo tanto, antes de que se conozca su demanda. La existencia de dinero puede aumentar la dificultad de realizar tal estimación, ya que cuando la gente ahorra para compras futuras, no necesitan realizar encargos específicos aunque ya sepan que van a querer y cuando lo van a querer. En vez de eso pueden guardar el dinero o alguno de los muchos activos representativos de dinero futuro que ofrece un sistema financiero desarrollado. Estas acciones no proporcionan a los fabricantes ninguna pista sobre sus planes futuros".⁶²

Keynes denominó a las estimaciones y conjeturas que guían las decisiones de producción, expectativas de corto plazo. Éstas cumplen un rol crucial en la cadena que transmite los impulsos macroeconómicos a la totalidad de la economía. Describimos, en esta sección, un modelo de producción que permite la incorporación de las mismas en nuestro marco básico de análisis.⁶³

62 Chick, Victoria, *La macroeconomía según Keynes*, Madrid: Alianza Editorial, 1993, pp. 24-25.

63. El modelo es una adaptación del modelo de Calvo de contratos yuxtapuestos. Para detalles adicionales, consultar la sección que trató sobre la dinámica de los precios nacionales.

Asumiremos la existencia de un continuo de empresas. La producción requiere tiempo. El período de producción es una variable estocástica. Las empresas pueden, con una probabilidad constante e igual a $1/T$, finalizar un proceso de producción.

Sea x_t una variable que indica la escala en el momento t de los procesos de producción que terminan en el momento t . La fracción de las empresas que iniciaron sus procesos en el momento $t-s$ viene dada por $1/T \exp(-(t-s)/T)$. Con ello, el índice global de actividad económica viene dado por la ecuación diferencial:

$$dy/dt = (1/T)(x - y) \quad (60)$$

La variable x mide las expectativas de corto plazo de las unidades productivas. Las empresas determinan esta variable considerando la demanda estimada en el momento de terminar el proceso. El cálculo, dada la incertidumbre existente, involucra la estimación de toda la senda de expansión de las ventas. La estimación puede escribirse en forma diferencial:

$$dx/dt = (1/T)(x - d) \quad (61)$$

En las expresiones, la variable x puede ajustarse libremente. La variable y es una variable predeterminada. Cuando el optimismo inunda el mercado, se revisan hacia arriba los planes prospectivos de producción. Este cambio inicia una fase de expansión del nivel de actividad económica que progresa gradualmente según las fechas de término de los distintos trabajos en proceso.

Para cerrar el modelo, especificamos los factores que determinan la demanda efectiva y que gobiernan las condiciones en el mercado cambiario. Éstas se resumen en las ecuaciones (62) -(64):

$$d = a(e + p^* - p_y) + by + g; \quad a > 0, \quad 0 < b < 1 \quad (62)$$

$$m = p + d - (1/d)(r^* + de/dt) \quad (63)$$

$$p = h(e + p^*) + (1 - h)p_y \quad (64)$$

El modelo, compuesto por (60)-(64), da lugar a un sistema de tres ecuaciones diferenciales. El sistema contiene una raíz estable y dos raíces inestables. La

reformulación de la demanda de dinero permite preservar una estructura recursiva⁶⁴.

Podemos eliminar una ecuación diferencial y destacar, en esta forma, el impacto de las expectativas de corto plazo haciendo $c=1/d=0$.

De (62)-(64) resultan las siguientes formas reducidas para la demanda agregada y el tipo de cambio real:

$$d = \{1/(a + h)\}(a(m - p_y) + hby) \quad (65)$$

$$z = \{1/(a + h)\}(m - p_y - by) \quad (66)$$

De (60) y (61) obtenemos la ecuación de segundo orden que rige la dinámica del índice global de producción:

$$d^2y/dt - h(y - y^e) = 0 ; h = (1/T)((a + (1 - b)h)/(a + h)) \quad (67)$$

El polinomio característico viene dado por:

$$p^2 - h = 0 \quad (68)$$

Se obtienen dos raíces de igual magnitud absoluta y signo contrario. La solución estable para el producto puede escribirse como sigue:

$$y - y^e = A \exp(-pt) \quad (69)$$

La expresión para la senda de ensilladura viene dada por:

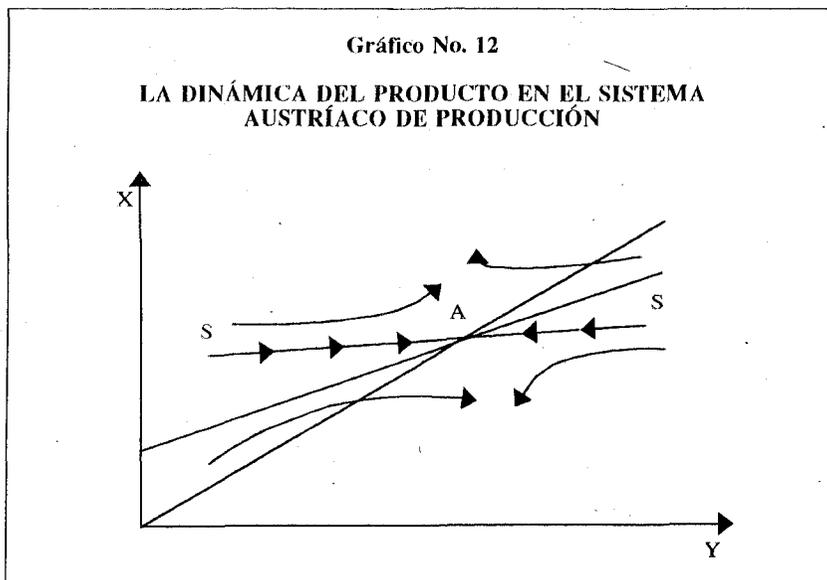
$$x - x^e = v(y - y^e) \quad (70)$$

donde v es una constante menor a la unidad que depende de los parámetros del modelo.

El Gráfico No. 12 resume las interrelaciones dinámicas entre producción y expectativas de corto plazo. La línea de 45° indica los puntos donde se satisface la condición $x=y$. La otra línea resume las combinaciones de x e y donde

64. La demanda de dinero era, en los modelos presentados en las secciones precedentes, una función positiva del ingreso.

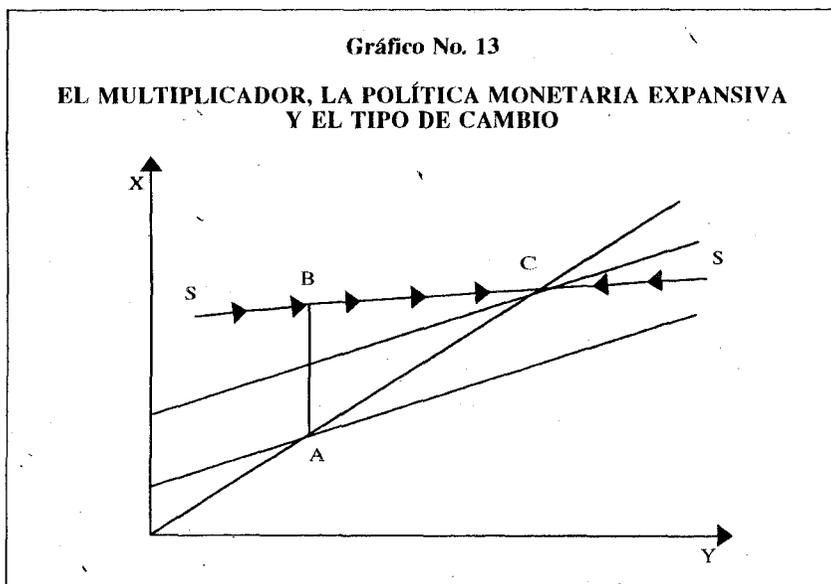
$dx/dt=0$. Las flechas indican la dirección del movimiento dinámico. La senda de ensilladura es la línea SS y el punto estacionario está indicado por A.



Finalizamos la sección detallando el efecto de la política fiscal y monetaria. Considerámos, en primer lugar, el efecto de un programa monetario expansivo no anticipado por los agentes económicos.

Un incremento en la oferta monetaria provoca, en el corto plazo, un salto cambiario y una expansión de la demanda agregada. El impulso nominal se transmite al aparato productivo, gracias a su efecto sobre las expectativas de corto plazo del sector empresarial: la expansión en proceso incentiva el optimismo de las unidades de producción; motiva una revisión positiva en la escala de los programas de producción; e inicia el mecanismo keynesiano de multiplicación. La segunda fase del proceso de ajuste implica la retransmisión del nuevo dinamismo productivo a la esfera financiera. La expansión en el índice global de producción expande la demanda agregada, aumenta las necesidades de liquidez y determina un descenso en la tasa de cambio. Este

ajuste neutraliza, en parte, los efectos iniciales del impulso monetario sobre el tipo de cambio. Este proceso conduce a la economía a una nueva posición estacionaria.

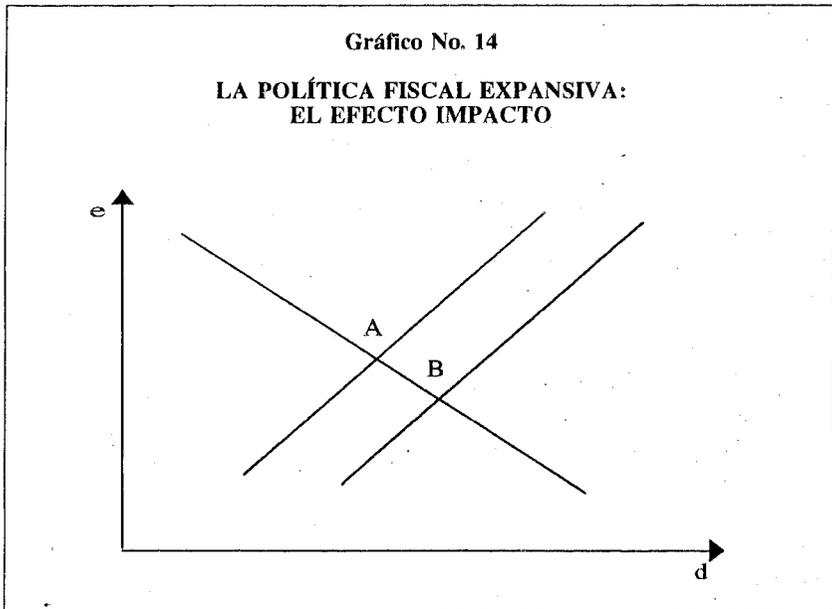


El Gráfico No. 13 resume el efecto de la política monetaria. El proceso de ajuste del producto contiene dos etapas claramente diferenciadas. El impulso nominal provoca, en la primera etapa, un ajuste hacia arriba en las expectativas de corto plazo. Esto se representa por el paso del punto A al punto B. La segunda fase tiene lugar sobre la senda de ensilladura (marcada en el gráfico por la línea SS). El nuevo punto estacionario es C.

Un incremento en el gasto público, financiado por deuda externa, expande la demanda agregada; y provoca, con la oferta monetaria constante, una caída en la tasa de cambio. La expansión pone en operación el multiplicador, el cual determina, en un movimiento posterior, una nueva caída en la tasa de cambio, originada en la expansión de la demanda transaccional de dinero. La apreciación real continúa durante todo el proceso de convergencia hacia el nuevo estado estacionario.

Una expansión fiscal, financiada con activos financieros del sector público⁶⁵, puede generar una dinámica diferente si altera el valor de la base monetaria ajustada. El impacto sobre el tipo de cambio es -en este caso- ambiguo, ya que el incremento en la cantidad de dinero privado neutraliza el impacto sobre el tipo de cambio. Éste, sin embargo, cae durante todo el período de transición.

Esta respuesta del tipo de cambio es interesante, pues permite, en una coyuntura concreta, identificar las fuerzas que motivan un desarrollo particular en el tipo de cambio. Cuando el impulso es monetario, debemos observar un incremento inicial en el tipo de cambio, un aumento en la producción y un período de apreciación. Cuando el impulso tiene su origen en una restricción fiscal, tiene lugar un incremento inicial en el tipo de cambio, seguido por una fase de caída en el producto y depreciación real.



65. El gobierno puede, por ejemplo, reducir con este fin los encajes del Banco de la Nación o retirar fondos fiscales del mercado de crédito.

El diagrama detalla los efectos de la política fiscal. En el panel izquierdo se presenta el efecto inicial marcado por el punto A. El efecto final viene indicado por la posición del punto B.

Las expectativas de corto plazo están sujetas a cambios y ajustes continuos que dependen del tipo de información recibida por las unidades de producción. El multiplicador keynesiano se pone en operación si las empresas anticipan un cambio futuro en las condiciones de demanda. Cuando esto ocurre, la expansión en el nivel de actividad económica puede adelantarse a los impulsos que rigen la dinámica de la demanda efectiva. Podemos analizar el proceso detallando el efecto de la política económica cuando ésta es anticipada por el sector empresarial.

Un incremento en la oferta monetaria anunciado en el momento t_0 , para ser ejecutado en t_1 ($t_1 > t_0$), tiene un efecto inmediato sobre las expectativas de corto plazo: produce una revisión positiva de las posibilidades de realización y , por esta razón, programas de producción a escala ampliada.

Los nuevos planes empresariales ponen en operación el mecanismo keynesiano de multiplicación que retransmite el impulso monetario al sector financiero mediante dos canales: el efecto del ingreso sobre la demanda agregada y el efecto de ésta sobre la demanda de dinero. Con la oferta monetaria constante, estas fuerzas producen una caída en la tasa de cambio. Con este evento emerge una coyuntura de características peculiares, la cual combina la expansión en el nivel de actividad con un proceso más o menos sostenido de apreciación de la moneda nacional.

En el momento t_1 se produce el incremento efectivo de la oferta monetaria: este movimiento no tiene efecto sobre el sector real. Determina, sin embargo, un ajuste en el tipo de cambio real⁶⁶; y , en consecuencia, un incremento en la demanda agregada que permite la consolidación del proceso de expansión.

En última fase, se produce la convergencia final hacia el estado estacionario. Continúa el ajuste del producto y el descenso gradual del tipo de cambio.

66. El salto cambiario se produce en el momento t_1 , debido al supuesto que omite el segmento especulativo del mercado cambiario

de impactos: un incremento en la tasa de cambio y un ajuste hacia abajo en las expectativas de corto plazo.

La dinámica del multiplicador contiene una fase inicial de reducción en el nivel de producción y una fase posterior de incremento. La tasa de cambio reproduce este movimiento: aumenta en la primera fase y cae en la segunda. El cambio en la tendencia del producto y, en consecuencia, el inicio de la fase de apreciación real tienen lugar antes del momento de reversión de las políticas.

Cuando el gasto público aumenta nuevamente, se incrementa la demanda agregada y se produce un ajuste hacia abajo del tipo de cambio. Este evento consolida la fase de expansión de la producción⁶⁷.

3. Dinero fiscal y nivel de actividad

El modelo descrito a continuación es una extensión del esquema propuesto por Oscar Dancourt⁶⁸. Distinguimos los siguientes agentes económicos: el sector privado, el sector público, la Banca Comercial, el Banco de la Nación y el Banco Central. El sector privado -empresas y personas- controla la producción de bienes finales: formula planes de consumo e inversión; compra los bienes intermedios producidos por las empresas públicas; paga impuestos al Estado: demanda dinero para ejecutar transacciones; y obtiene y otorga préstamos en el mercado de crédito. El sector público -gobierno y empresas públicas- domina la producción de bienes intermedios; compra bienes y servicios al sector privado; fija las tasas impositivas de los bienes finales; establece el precio de los bienes intermedios; deposita sus excedentes financieros en el Banco de la Nación; y demanda préstamos al sistema financiero con el objeto de financiar su presupuesto. El Banco Central formula las metas de emisión que ejecuta

67. El incremento en el producto ocurre antes del momento de reversión, debido a la flexibilidad de las expectativas empresariales que anticipan, correctamente, la expansión del gasto público. Si esta expansión no ocurre, puede producirse un nuevo ajuste hacia abajo en los planes de producción y el inicio de una nueva fase recesiva.

68. Consultar Dancourt, Oscar "Un modelo macroeconómico de corto plazo y la política económica del Perú: 1970-1984", en Alarco, German (Comp.), *Modelos macroeconómicos en el Perú: nuevos aportes*, Lima: CIUP, 1986.

otorgando préstamos a la Banca Comercial y al Banco de la Nación; sus pasivos son el circulante, las reservas del Banco de la Nación y las reservas de la Banca Comercial. El Banco de la Nación recibe los depósitos del sector público y utiliza los mismos para otorgar préstamos al sector público; a la Banca Comercial; y para satisfacer sus requerimientos de encaje legal. La Banca Comercial recibe los depósitos del sector privado con el propósito de otorgar préstamos al sector público y satisfacer sus requerimientos de encaje.

Para facilitar la interpretación de los resultados, formularemos las ecuaciones del mercado financiero en tiempo continuo y en términos de flujos. El modelo, con el objeto de simplificar la exposición, considera una economía cerrada y trata de reducir a un mínimo las distintas categorías de activos y pasivos financieros⁶⁹. El mercado de bienes se equilibra mediante variaciones en las tasas agregadas de producción; y el mercado financiero, mediante movimientos en las tasas de interés. El precio de los bienes finales depende de los costos primos de producción. La evolución de éstos, con la tecnología constante, depende del movimiento de los precios "básicos": el salario nominal y el precio de los insumos producidos por el aparato estatal. El salario nominal se asume, en el corto plazo, predeterminado por factores institucionales. Los precios públicos son un instrumento de política que puede ser usado para el logro de múltiples propósitos⁷⁰.

3.1 El sector real

Las empresas controladas por el sector privado producen bienes finales bajo condiciones oligopólicas, de modo que los precios de los mismos se determinan aplicando un margen de ganancia a los costos primos. El proceso de producción demanda, en el corto plazo, el concurso del trabajo y la mano de obra. Con ello, el nivel global de los precios viene dado por la expresión:

$$P = (1+v)(1+m)(bW+aP_g) \quad (1)$$

69. Mas adelante se introducirá el mercado cambiario, fundamental para el funcionamiento de la economía peruana.

70. Los resultados del modelo son bastante "robustos" y pueden sostenerse, en sus aspectos principales, bajo condiciones de plena flexibilidad de los salarios nominales.

donde W es el salario nominal; b , el requerimiento de mano de obra por unidad de producto; P_g , el precio de los bienes intermedios producidos por el sector público, a su correspondiente coeficiente insumo producto; m , la tasa de utilidad sobre los costos primos; y v , la tasa de tributación indirecta sobre el precio de los bienes finales.

La producción de bienes intermedios es controlada por empresas públicas. El precio de los mismos es fijado por las autoridades de política económica. La tasa de producción se ajusta siempre a un nivel que permite cubrir las necesidades del sector privado. Estos supuestos se representan formalmente por las siguientes ecuaciones:

$$X_g = aY + aX_g \quad (2)$$

$$P_g = (1+t)(bW+aP_g) \quad (3)$$

donde X_g son las ventas de las empresas públicas; Y , la producción de bienes finales; y t indica la tasas de utilidad y/o pérdida sobre los costos de producción. Adviértase que la estructura de costos de la producción pública se asume idéntica a la del sector privado y que, en la ecuación (3), la tasa de utilidad t es una variable endógena que queda determinada cuando la autoridad relevante establece un nivel para el precio de los insumos.

Las ecuaciones (1) - (3) implican una distribución bien definida del ingreso entre los sectores público y privado. El ingreso disponible del sector privado, y_d , viene determinado por la siguiente condición:

$$P_{y_d} = WbX_g + (1+m)WbY$$

Los ingresos reales del sector público T , por la ecuación:

$$PT = PY - P_{y_d}$$

Las ecuaciones (1) y (3), junto con estas condiciones, pueden ser usadas para escribir las ecuaciones (4) y (5) que expresan de forma más eficiente la distribución del ingreso entre los sectores público y privado:

$$T = g(v, P_g/P) Y \quad (4)$$

$$y_d = (1 - g(v, P_g/P)) Y \quad (5)$$

donde $g(v, P_g/P)$ es una función de tributación que indica la fracción del ingreso nacional que corresponde al sector público. Ésta depende de dos variables: la tasa de tributación sobre los bienes finales y los precios públicos reales. Aumentos en v y P_g/P incrementan la fracción del ingreso nacional que, corresponde al sector público. La tecnología y la tasa de utilidad del sector privado también afectan la función, pero no son escritas como argumentos ya que serán asumidas constantes en el análisis⁷¹

La demanda efectiva se descompone en: consumo personal, C ; gasto público, G ; y acumulación de inventarios, I , según lo indicado por:

$$Y = C + G + I \quad (6)$$

El consumo personal se asume determinado por el ingreso disponible del sector privado. Podemos, por esta razón, escribir la ecuación (7) para expresar este hecho:

$$C = C(y_d) \quad (7)$$

donde $C'(y_d)$, la propensión marginal a consumir, se asume positiva y menor a la unidad.

El nivel de gasto público, G , es una variable de política económica determinada exógenamente por las autoridades fiscales:

$$G = G_0 \quad (8)$$

La inversión en inventarios I depende de las siguientes variables: las ventas agregadas de bienes⁷², X ; la tasa real de interés, r ; y el stock de inventarios, N . La siguiente función expresa estos determinantes:

71. La función de tributación, $g(\cdot)$, simplifica notablemente la exposición del modelo; y constituye -creemos- una valiosa herramienta para el análisis macroeconómico.

72. Los servicios no pueden acumularse.

$$I = I(X, r, N) \quad (9)$$

Un incremento de las ventas de bienes, al elevar los stocks deseados de inventarios de las unidades de producción, tiene un impacto positivo sobre la inversión en inventarios. Un aumento de la tasa real de interés, al inducir una rotación más rápida, reduce la inversión. Un incremento en el stock de inventarios, al reducir la brecha entre los stocks deseados y los existentes, disminuye también este tipo de inversión.

Las ventas de bienes, dada la estructura de precios relativos, vienen determinadas por el ingreso disponible del sector privado⁷³:

$$X = X(y_d) \quad (10)$$

donde X (y_d), la propensión marginal de las ventas con respecto al ingreso disponible, se asume positiva y menor a la unidad.

3.2 Los mercados financieros

El sector privado, en la economía que estamos considerando, tiene sólo dos activos financieros a su disposición para componer su riqueza: depósitos bancarios y letras de cambio. Abstraemos, en esta sección, los mercados de activos internacionales con el propósito de demostrar con mayor claridad la importancia fundamental del dinero fiscal.

El sistema monetario está constituido por el Banco Central, el Banco de la Nación y los bancos comerciales. Estas instituciones emiten depósitos bancarios cuando adquieren activos que les otorgan derechos sobre los sectores público y privado. El Banco Central posee el privilegio de emisión del dinero de reserva y es la entidad que establece las nietas monetarias. El Instituto Emisor sólo realiza operaciones con bancos⁷⁴ y regula la situación de liquidez de estas instituciones mediante operaciones de redescuento o crédito que proporcionan

73. Asumimos que el sector público no acumula inventarios. No existen inventarios de insumos ya que éstos se asumen perecederos.

74. La Nueva Ley Orgánica del Banco Central prohíbe a éste otorgar préstamos a los sectores público y privado no financieros

directamente liquidez a la Banca. En estas condiciones, el dinero de reserva puede generarse por dos cauces: primero, mediante la concesión de préstamos al Banco de la Nación; y, segundo, a través de operaciones de crédito y/o redescuento que involucren a la Banca Comercial.

El sistema bancario mantiene depósitos en el Banco Central con el propósito de satisfacer su encaje legal. Estos depósitos, reservas bancarias, constituyen la base monetaria, denotada B^{75} . La Banca Comercial adquiere las letras de cambio emitidas por las unidades empresariales del sector privado mediante la apertura de depósitos bancarios. El público puede utilizar éstos como medio general de pago, de modo que ellos constituyen el dinero de la economía. El Banco de la Nación es el banco comercial del gobierno: otorga préstamos al sector público y recibe los depósitos que mantienen las distintas entidades estatales. El gobierno no mantiene depósitos en la Banca Comercial. El Banco de la Nación no realiza operaciones con el sector privado.

Las letras de cambio son el instrumento financiero utilizado, por las empresas privadas, con el fin de obtener financiación. Asumiremos que éstas constituyen instrumentos perfectamente homogéneos y libres de riesgo de incobrabilidad. Las letras se negocian en un mercado libre y transparente, al cual acuden personas particulares, empresas y bancos comerciales. El juego libre de la oferta y la demanda determina la tasa nominal de interés. El sector público no participa en este mercado, pues obtiene los recursos financieros que requiere mediante préstamos del Banco de la Nación. Sin embargo, éste y el Banco Central tienen una influencia indirecta sobre este mercado, ya que pueden afectar los fondos prestables de la Banca Comercial al conceder a estas instituciones préstamos de índole diversa. Estos préstamos permiten la regulación general de la situación de liquidez del sistema y cumplir con la orientación de la política monetaria⁷⁶.

Podemos formalizar la discusión de los párrafos anteriores haciendo explícitas las cuentas de flujo de fondos de los distintos agentes económicos. La siguiente ecuación describe el presupuesto del sector personal:

75. No existe, en la economía que estamos considerando, circulante en poder del público.

76. Esta visión "idealizada" del mercado de crédito intenta aproximarse a las condiciones prevalentes en el mercado monetario peruano.

$$Py_d = PC + DM_p + DL_p \quad (11)$$

donde DM_p denota la demanda flujo de dinero de los particulares; y DL_p , el flujo de préstamos, es decir, la proporción del ahorro particular canalizada directamente al mercado de crédito.

La demanda flujo de dinero puede ser explicada por el siguiente mecanismo de ajuste parcial:

$$DM_p = e(Pm(i)y_d - M_p) \quad (12)$$

donde $m(i)y_d$ indica la cantidad deseada de dinero; i , la tasa nominal de interés; y e , un coeficiente que parametriza la velocidad del ajuste. La cantidad de dinero se reduce cuando se registra una elevación en la tasa nominal de interés y aumenta cuando así lo hace el ingreso disponible.

La oferta flujo de crédito particular queda determinada por la condición presupuestaria del sector personal, una vez especificadas las funciones que gobiernan el comportamiento del consumo y los saldos monetarios. Tenemos:

$$DL_p = P(y_d - c(y_d) - e(m(i)y_d - M_p)) = Pl(y_d, i, M_p/P) \quad (13)$$

El efecto del ingreso disponible sobre el flujo de crédito personal es -en principio- ambiguo, ya que se contraponen los incrementos en el ahorro con la necesidad de realizar mayor cantidad de transacciones⁷⁷. Un incremento en la tasa nominal de interés, al reducir la cantidad deseada de dinero, tiende a aumentar la fracción de los ahorros canalizada directamente hacia los mercados crediticios.

Podemos escribir la restricción presupuestaria de las empresas privadas en la forma que se indica a continuación:

77. La oferta de crédito se incrementa con el ingreso disponible si la condición $1 - C'(y_d) - em(i)$ es mayor a cero. El factor crucial involucrado parece ser el valor del parámetro e , el cual mide la velocidad de respuesta ante un desequilibrio entre el stock actual y el stock deseado de dinero. En las economías donde este desequilibrio demora en desaparecer, observaremos con mayor probabilidad una dependencia positiva entre el ingreso disponible y la oferta de crédito.

$$DL = PI(r, y_d, N) \quad (14)$$

donde DL indica la demanda de crédito. El flujo deseado de crédito coincide, según esta ecuación, con los planes de acumulación de inventarios. Esta relación directa es claramente una representación drástica de la realidad, pues niega la posibilidad de financiación propia y asume implícitamente que el capital de trabajo está constituido en su totalidad por activos reales. Sin embargo, representa un útil punto de partida para el análisis de las fuerzas que se enfrentan en el mercado de crédito.

La ecuación (15) introduce la restricción presupuestaria del sector público:

$$PT = PG + DM_g - DL_g \quad (15)$$

donde DM_g indica la demanda flujo de dinero fiscal; y DL_g, el flujo de crédito proporcionado por el Banco de la Nación a este mismo sector.

La demanda de dinero fiscal, en circunstancias normales, depende probablemente de los mismos factores que explican la demanda monetaria transaccional del sector privado. El modelo más simple podría tener la siguiente forma:

$$DM_g = e(Pkt - M_g)$$

Cabe, sin embargo, la posibilidad de que las autoridades fiscales decidan acumular en el Banco de la Nación una cantidad de dinero mayor a la técnicamente necesaria, puesto que éstas no siempre se gobiernan por los mismos criterios de eficiencia del sector privado. Por esta razón, preferimos reescribir la ecuación anterior y especificar:

$$DM_g = e(Pkt - M_g) + H$$

donde H, la variable que indica el "atesoramiento" del sector público, podría ser tratada como un instrumento de política económica. Dado el nivel de gasto y los factores que gobiernan la recaudación, tenemos determinada la demanda de crédito de este sector. No obstante, la función de comportamiento en discusión pierde todo poder analítico después de esta revisión, ya que ella no precisa los determinantes de la variable H. En cualquier caso, el equilibrio general de la economía no depende de los valores específicos que pueden tomar

estas variables. Debido a ello, el análisis no requiere especificar los factores que rigen la evolución de los agregados financieros del sector público.

Las ecuaciones (16)-(18) desarrollan los balances de los intermediarios financieros:

$$DR_n + DR_b = DB = DCBN + DCBC \quad (16)$$

$$DM_g + DCBN = DR_n + DL_g + E \quad (17)$$

$$DM_p + DCBC + E = DL_b + DR_b \quad (18)$$

donde DCBN y DCBC denotan el flujo de crédito otorgado por el Banco Central al Banco de la Nación y a la Banca Comercial, respectivamente; R_n y R_b , las reservas de estas instituciones; E, el crédito neto otorgado por el Banco de la Nación a la Banca Comercial; y L, finalmente, los préstamos que la Banca Comercial proporciona al sector privado.

Por último, asumiremos que los bancos comerciales no mantienen exceso de reservas. Con este supuesto, el flujo de reservas de éstos viene determinado por la tasa de encaje marginal, k , y el flujo de dinero privado:

$$DR_b = kDM_p \quad (19)$$

La ecuación (20) establece la relación de arbitraje de Fisher y completa la especificación del modelo:

$$i = r + x \quad (20)$$

donde x denota la tasa esperada de inflación.

3.3 El equilibrio

El modelo descrito en la sección precedente está compuesto por tres mercados: el mercado de bienes y servicios, el mercado de la moneda de reserva y el mercado de crédito. Existen, asimismo, tres condiciones de balance: la que establece la igualdad entre el ahorro y la inversión; la que iguala la demanda de moneda de reserva con la oferta de la misma; y la que equilibra la oferta y

la demanda en el mercado de crédito. Aunque la ley de Walras implica la redundancia de una de estas relaciones, hemos preferido trabajar con los tres mercados a fin de lograr una mejor comprensión de los fenómenos por analizar.

El sistema de ecuaciones (1)-(20) puede reducirse, por medio de sustitución, al siguiente formato:

$$y = C(y_d) + i(r, y_d, N) + G \quad (21)$$

$$PI(i-x, y_d, N) = PI(i, y_d, M_p/P) + (1-er)e(Pm(i)y_d - M_p) + DCBC + E \quad (22)$$

$$DB = DR_n + er(e(Pm(i)y_d - M_p)) \quad (23)$$

dónde $DR_n + E = P^*(T-G) - DCBN$, $y_d = y - T$ y $T^* = g(P_g/P, v)y$

La solución del modelo se simplifica notablemente cuando las autoridades fiscales ajustan el nivel de gasto público a una meta prefijada de ahorro público. Esta regla de comportamiento elimina el impacto de los precios públicos reales sobre el nivel de producto. Cuando el gasto público se mantiene constante, un incremento en P_g/P genera, dada la tasa real de interés, un exceso de oferta en el mercado de bienes y servicios. La preservación del equilibrio requiere, en estas circunstancias, una disminución en el nivel de producto. Este efecto desaparece cuando las autoridades fiscales ajustan el nivel de gasto en la forma descrita por la ecuación (24): la expansión del gasto del sector público permite cancelar la disminución de la demanda privada.

Bajo estas condiciones, el gasto viene determinado por la condición:

$$G = T - D \quad (24)$$

donde D es el superávit fiscal.

Consideremos, en primer lugar, la ecuación (21), que represento el balance entre ahorro e inversión. Usando (24) podemos resolver para encontrar el nivel de ingreso disponible que equilibra el mercado de bienes y servicios, y obtener la forma reducida:

$$y_d = y_d(r, N, D) \quad (25)$$

Un alza en la tasa real de interés tiene, por las razones usuales, un impacto negativo sobre el ingreso disponible⁷⁸. Un incremento en el ahorro público deprime el nivel de producto. Un aumento en N , el stock de inventarios, reduce también la tasa global de producción.

El equilibrio en el mercado monetario requiere la igualación de la oferta y la demanda flujo de reservas de la Banca Comercial. La oferta flujo depende, dada la meta monetaria, del objetivo de ahorro público. Un mayor superávit fiscal provoca, con la política monetaria invariable, una contracción en la oferta de reservas y, por esta razón, en la oferta monetaria. La demanda flujo depende negativamente del tipo nominal de interés, el stock de dinero y el ingreso disponible. La solución reducida del sistema se expresa en la ecuación (26):

$$y_d = y_d(i, M_p/P, DCBC+E, D) \quad (26)$$

El análisis parcial de las ecuaciones que describen el equilibrio en el mercado de crédito tiene, para nuestros propósitos, mayor interés y relevancia, ya que permite aclarar la mecánica operativa de muchos de los instrumentos de política económica.

Podemos iniciar la discusión considerando, en detalle, las propiedades de las funciones de oferta y demanda de crédito. Participan, en el mercado de fondos prestables, tres agentes económicos: la Banca Comercial, los inversionistas particulares y las unidades empresariales privadas. El sector público no interviene y no es un participante activo, pues el Tesoro no coloca bonos públicos en el mercado abierto⁷⁹. La demanda de crédito es un reflejo de los programas de acumulación de inventarios del sector empresarial. Depende, por esta razón, de las mismas variables que determinan la inversión: la tasa real de

78. Los resultados descritos asumen que la propensión marginal a gastar es menor a la unidad.

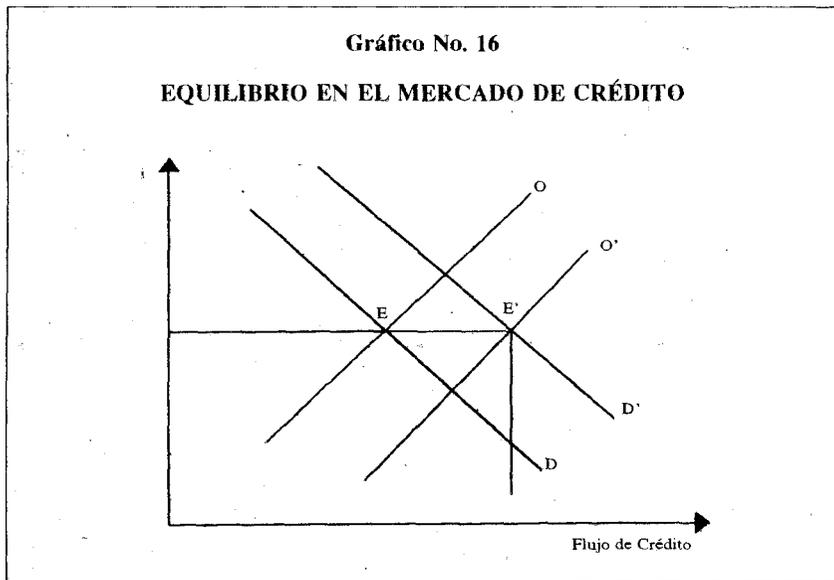
79. La autoridad fiscal tiene una influencia indirecta en el mercado vía el crédito interbancario del Banco de la Nación. El Tesoro puede también emitir pagarés implícitos cuando retrasa el pago a sus proveedores. Aunque esta operación fue bastante común en las fases iniciales de ejecución del actual programa de estabilización, es cada vez menos empleada, ya que resulta muy onerosa para el Tesoro Público. Los proveedores del Estado pueden ajustar sus precios para compensar las pérdidas provocadas por los retrasos fiscales.

interés, el ingreso disponible y el stock de inventarios. La oferta agregada de fondos es determinada por la banca y los inversionistas particulares. Explican el comportamiento de esta variable, un juego complejo de determinaciones que expresan la acción conjunta de la política económica, las decisiones de ahorro y la dinámica de la preferencia por liquidez. Las autoridades del mercado pueden regular el mercado gracias a las líneas de crédito que la Banca Estatal ofrece a la privada. Tienen, asimismo, la potestad de determinar, por medio de los encajes bancarios, la capacidad de intermediación de la Banca Comercial.

El nivel de actividad económica y el tipo nominal de interés influyen también la dinámica del crédito. Un incremento en la tasa nominal de interés genera una expansión y un cambio en la estructura de la oferta de fondos prestables. La expansión ocurre cuando los inversionistas particulares canalizan, directamente al mercado, los fondos que pierden los bancos debido a la disminución en la preferencia por liquidez. El cambio en la estructura se produce porque la banca se ve forzada, por el retiro de depósitos, a contraer el crédito. La reducción en la oferta bancada no cancela, debido a los encajes, la acción de los inversionistas; de modo que la cantidad de fondos tiende a aumentar con el tipo de interés. Una expansión del nivel de actividad provoca, en el mercado de crédito, efectos que se contraponen entre sí: por un lado, incrementa la oferta de fondos debido al efecto positivo que posee sobre el flujo de ahorro nacional; de otro lado, aumenta la preferencia por liquidez y, por esta razón, disminuye el flujo total de crédito. El efecto neto es, en principio, incierto. Nosotros, sin embargo, asumiremos que el efecto sobre el ahorro total predomina, de forma que la oferta total de crédito se mueve al mismo paso que el nivel de producción.

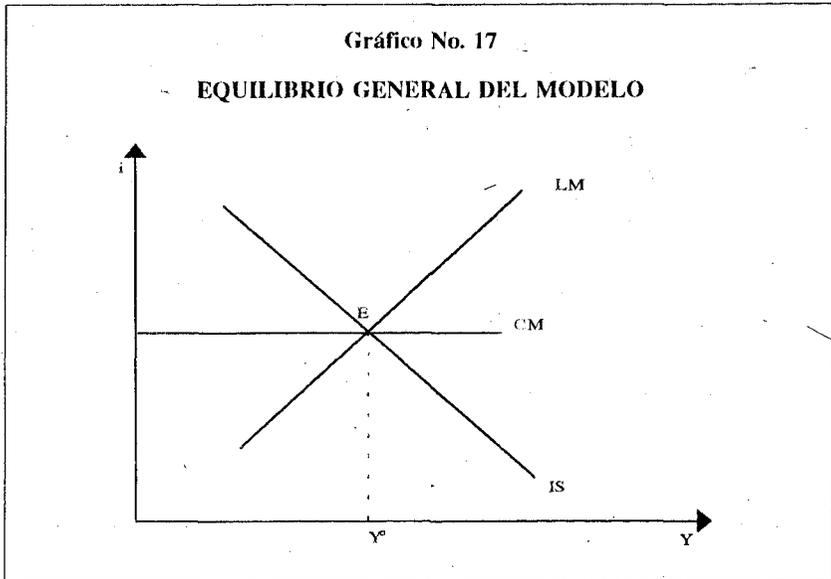
En el Gráfico No. 16 hemos representado el equilibrio en el mercado de crédito con el objeto de examinar el impacto de un incremento en el ingreso disponible sobre el nivel de actividad. El mercado se encuentra en equilibrio en E. Una expansión en el nivel de producto afecta positivamente la oferta y demanda de fondos. En el gráfico representemos este proceso en las líneas de trazo punteado. El efecto sobre el nivel de crédito es concluyente: éste aumenta sin ambigüedad. El impacto sobre el tipo nominal de interés no es -sin embargo- claro, ya que éste depende del desplazamiento relativo de las funciones. Si el incremento en la oferta de fondos permite financiar exactamente la demanda de crédito, la tasa de interés no se verá afectada. Ésta es la situación que se

representa en el gráfico. Si la oferta de fondos se expandiera a una velocidad menor que la demanda de crédito, el interés tendería a subir. Podría también disminuir si ocurriera lo contrario. Nosotros asumiremos que los efectos se cancelan entre sí, de modo que la tasa de interés no se ve afectada por el nivel de producción⁸⁰



Podemos representar el equilibrio general de la economía en el Gráfico No. 17. En él, además de las curvas IS y LM, se incluye la curva CM; la cual indica el equilibrio en el mercado de crédito. Ésta es una línea horizontal, pues el ingreso disponible no afecta, dados nuestros supuestos, el tipo nominal de interés. La Ley de Walras garantiza que las tres relaciones se intersecan exactamente en el punto E.

⁸⁰ Este supuesto es claramente arbitrario. ¿Es sensato asumir, cuando uno ignora el resultado final de un proceso, que las distintas fuerzas involucradas tienden a cancelarse entre sí? Consultar Patinkin, Don, *Money, Interest and Prices*, Nueva York: Harper & Row Publishers, 1965.



Presentamos, a continuación, los principales resultados de estática comparativa del modelo. Nos concentraremos, en particular, en los siguientes instrumentos de política económica: incrementos en los precios públicos; cambios en los instrumentos de política monetaria; y en el análisis de las consecuencias globales de las metas de ahorro público. La comprensión clara del modo de operación de estos instrumentos permitirá, en las secciones relevantes, interpretar con mayor claridad el cúmulo de procesos involucrados en cada coyuntura específica, y una mayor precisión en la periodización de las distintas fases del programa de ajuste estructural,

3.4 Principales resultados

El objetivo de esta sección es describir el efecto de corto plazo de los principales instrumentos de política económica. El concepto de equilibrio, implícito en el método de análisis, sólo requiere el balance de los flujos financieros y reales relevantes. Por tanto, los resultados derivados sólo tienen validez en el muy corto plazo. Aunque sería posible detallar el efecto de los

"desequilibrios de stock", hemos preferido omitir su discusión; puesto que la estructura del modelo, al omitir los factores que gobiernan la formación de los precios básicos, no permite realizar un análisis dinámico "serio".

3.4.1 El efecto de la política fiscal

La estructura del modelo contiene los siguientes instrumentos de política fiscal: las metas de ahorro público, las tasas impositivas y los precios públicos.

Iniciaremos nuestro estudio considerando el efecto de un cambio no anticipado en la meta de ahorro público. La restricción presupuestaria del sector público nos indica que una reducción en el superávit fiscal puede financiarse mediante los siguientes procedimientos alternativos:

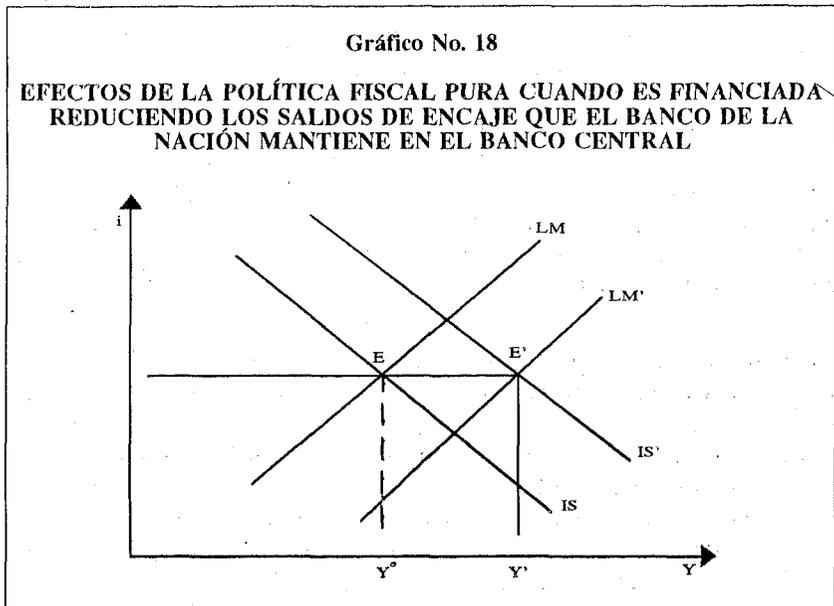
- i) Reducción del encaje del Banco de la Nación.
- ii) Reducción de las colocaciones del Banco de la Nación en el mercado interbancario.
- iii) Incremento de las tasas impositivas que gravan a los bienes finales.
- iv) Incremento de los precios públicos,
- v) Aumento del crédito que el Banco Central otorga al Banco de la Nación.

La política fiscal pura es tipificada por los casos i) y ii). Detallamos, a continuación, el impacto macroeconómico de los mismos.

a. La política fiscal pura

La política fiscal pura, financiada mediante la reducción de los saldos de encaje que el Banco de la Nación mantiene en el Banco Central, tiene un impacto inmediato sobre el mercado monetario: dada la meta emisión, ella incrementa las reservas de la Banca Comercial y, por esta razón, la oferta monetaria en manos del sector privado. Con el ingreso disponible dado, la restauración del equilibrio requiere de una baja de la tasa de interés que eleve la demanda flujo de dinero. En el Gráfico No, 18, este hecho se muestra como un desplazamiento de la curva LM, desde LM a LM\

En el mercado de bienes, la expansión fiscal -al incrementar la demanda efectiva- provoca, dadas las tasas de interés, un incremento en las tasas globales de producción. En consecuencia, la curva IS se traslada de la posición IS_0 a IS_1 . La expansión del producto eleva los impuestos y las ventas de las empresas públicas. Estos ingresos adicionales, dado el régimen fiscal que hemos asumido, inducen un incremento secundario en el gasto público que refuerza el proceso de expansión.



El nuevo equilibrio es representado, en el Gráfico No. 18, por el punto E' . Podemos apreciar que el producto aumenta sin ambigüedad. El efecto sobre la tasa de interés es, sin embargo, ambiguo; pues depende de los desplazamientos relativos de las curvas IS y LM. En el gráfico, la tasa de interés no se altera porque se ha supuesto que los desplazamientos son de la misma magnitud.

Es interesante examinar, con mayor detalle, las fuerzas que determinan el comportamiento del tipo de interés. Podemos lograr este objetivo examinando

mente el conjunto de condiciones que determinan el producto y la tasa de interés. A continuación, discutiremos la forma cómo se modifican los determinantes del equilibrio en cada uno de los mercados que componen la economía.

Cuando el superávit es endógeno, es posible describir la condición de equilibrio entre ahorro e inversión a través de la siguiente forma reducida:

$$y = y(r, P_g/P, G, N) \quad (28)$$

donde el efecto esperado, de cada variable sobre el producto, es indicado por su respectivo signo.

Un incremento en los precios públicos reduce, dado el valor de las otras variables endógenas, el nivel de producto de la economía. Al alterarse el valor de esta variable, se deprime el ingreso disponible del sector privado y se reduce el consumo e inversión del mismo sector. La caída en la demanda privada, al no ser compensada por un incremento equivalente en el gasto público, disminuye la demanda efectiva y por ello el nivel de equilibrio del producto.

El hecho de que el ahorro público sea endógeno también altera los determinantes del equilibrio monetario. En primer lugar, el flujo de oferta monetaria, en manos del sector privado, se vuelve endógeno y dependiente de los resultados fiscales. Un incremento en el producto reduce, dada la meta de emisión, la oferta monetaria; ya que aumenta el ahorro público y los depósitos del Banco de la Nación en el Banco Central. Una expansión en el gasto aumenta la oferta monetaria, y, finalmente, una elevación de los precios públicos reduce el valor de esta variable. En segundo lugar, los precios públicos afectan negativamente la demanda flujo de dinero, pues éstos reducen el ingreso disponible del sector privado.

Los factores determinantes del equilibrio monetario son introducidos en la ecuación (29):

$$y = y(r, P_g/P, \dots) \quad (29)$$

donde se usa "." para indicar las variables omitidas y los signos de los efectos esperados de las variables sobre el producto.

Un incremento en los precios públicos reduce el nivel de ingreso consistente con el equilibrio en el mercado monetario. Un movimiento en los precios públicos, dado el valor del ingreso y el tipo de interés, genera un exceso de demanda en el mercado monetario que debe eliminarse mediante una reducción en la tasa de producción⁸¹.

Cuando las autoridades fiscales deciden incrementar los precios de los bienes y servicios producidos por las empresas públicas, alteran el equilibrio de todos los sectores y los mercados que componen la economía. Los distintos efectos pueden agruparse en los siguientes campos: i) el efecto distribución, ii) el efecto liquidez y iii) el efecto sobre la oferta agregada.

El efecto distribución opera incrementando la fracción del ingreso apropiada por el sector público. Este hecho, al reducir el ingreso disponible del sector privado, determina un descenso en el consumo y la inversión privadas. La caída en la demanda efectiva provoca un exceso de oferta en el mercado de bienes y un descenso inmediato en el nivel de producción⁸².

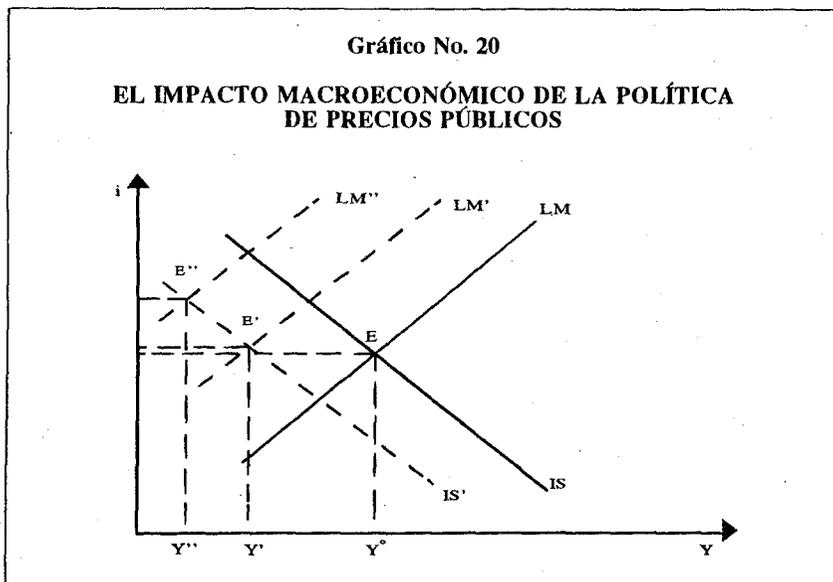
El efecto liquidez actúa disminuyendo el flujo de oferta monetaria captado por el sector privado. Esta reducción se produce cuando el Banco de la Nación capta los recursos adicionales del Tesoro Público e incrementa su encaje legal. El proceso genera un exceso de demanda en el mercado monetario y un aumento en el tipo de interés. Esta situación, al transmitirse al sector real, contribuye a consolidar la caída en el producto.

El efecto sobre la oferta agregada provoca un salto en el nivel de precios que refleja el incremento en los costos de producción del sector privado. El ajuste

81. Los precios públicos tienen, en realidad, un impacto ambiguo sobre el mercado monetario. Ellos reducen la oferta y la demanda flujo de dinero. Nosotros asumimos que el efecto sobre la oferta predomina. En estas circunstancias, cuando se altera el valor de esta variable, se provoca un exceso de demanda en el mercado monetario. Este supuesto requiere que la propensión marginal a ahorrar en activos monetarios sea menor a 1.

82. Las autoridades fiscales podrían impedir la caída en el producto si incrementan el gasto del sector público.

de precios, al disminuir la cantidad real de dinero, refuerza el exceso de demanda en el mercado monetario.



En el Gráfico No. 20 se ilustran los distintos efectos. El efecto distribución desplaza hacia abajo la curva IS, desde la posición IS a IS'. El efecto liquidez desplaza hacia la izquierda la curva LM, desde LM a LM'. El efecto oferta agregada determina un nuevo desplazamiento de la LM, desde LM' a LM''. La nueva posición de equilibrio viene dada, en el gráfico, por el punto E''. El tipo de interés se incrementa y el nivel de producto disminuye.

El impacto global de la política de precios públicos depende crucialmente del comportamiento de corto plazo del Tesoro Público. Las autoridades fiscales pueden cancelar o amortiguar el impacto deflacionario de un incremento en los precios. El efecto distribución, por ejemplo, desaparece con una expansión compensatoria del gasto público. El efecto liquidez puede también eliminarse incrementando la participación del Banco de la Nación en el mercado

interbancario. Las reglas institucionales, implícitas en los párrafos anteriores, intentan representar el comportamiento normal de las autoridades peruanas.

La estructura del modelo ignora vanos canales de transmisión del impulso deflacionario. La política de precios públicos podría, en una economía abierta, afectar la capacidad competitiva de la economía y provocar un descenso en las exportaciones y un incremento en las importaciones. Este evento agravaría, indudablemente, el efecto recesivo de la política. Igualmente, la caída en el salario real puede disminuir la demanda efectiva, si ésta depende de la distribución del ingreso⁸³.

3.4.2 El efecto de la política monetaria

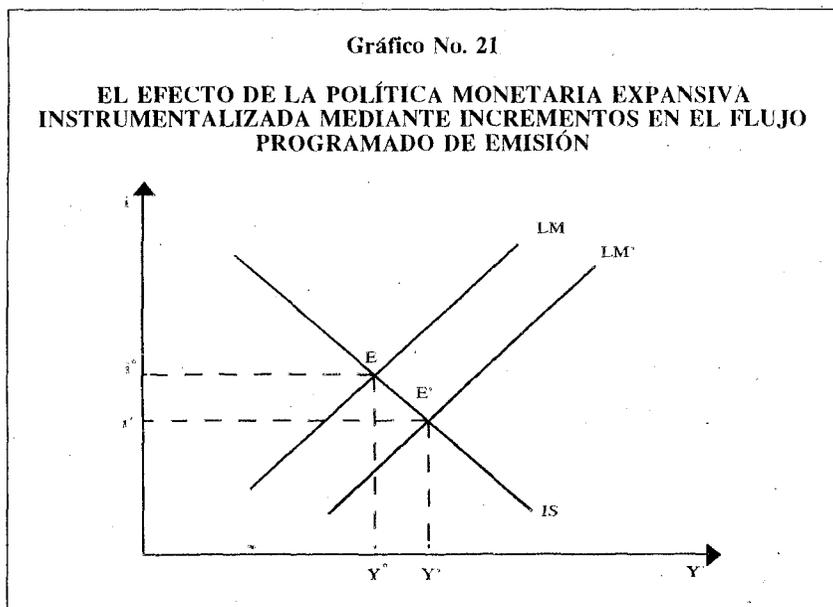
El Banco Central puede afectar el equilibrio de la economía alterando el valor de los siguientes instrumentos: las tasas de encaje legal y las metas de emisión.

Consideramos, en primer lugar, el efecto de una política monetaria expansiva instrumentalizada mediante la programación de un mayor flujo de emisión primaria. La manipulación de las condiciones de equilibrio, en el mercado monetario, muestra que éste depende sólo del valor asumido por la "base monetaria ajustada", es decir, por el agregado financiero conformado por la suma del crédito otorgado por la Banca Estatal a la Banca Comercial. Resulta, por esta razón, conveniente parametrizar las metas de emisión de esta manera.

Las metas de emisión no se formulan en el Perú en términos ajustados, sino en términos brutos. Es decir, contemplan la regulación de una base monetaria que incluye el encaje legal del Banco de la Nación y que excluye el crédito de esta institución a la Banca Comercial. En estas circunstancias pueden existir políticas monetarias que incrementen el valor del flujo de emisión y que reduzcan el flujo de dinero privado. La programación monetaria podría mejorar sustancialmente si ésta se formulara considerando la base monetaria ajustada, puesto que ello permitiría compensar el efecto estacional de las cuentas fiscales y preservaría la estabilidad del mercado monetario.

83. Un análisis detallado de estos efectos puede encontrarse en el trabajo de Dancourt, Oscar. *op. cit.*

En el Gráfico No. 21 se representa el impacto de un incremento en la base monetaria ajustada. Este "shock" crea un exceso de oferta en el mercado monetario y en el mercado de fondos prestables. La restauración del equilibrio se logra mediante una reducción en la tasa de interés que aumenta la demanda flujo de moneda y crédito. Cuando esta reducción se transmite al sector real, se produce una expansión en la producción. Estos efectos se resumen en el diagrama adjunto por un desplazamiento de la curva LM, desde LM a LM'. La nueva posición de equilibrio (el punto E en el gráfico) implica un mayor producto y un menor tipo de interés.



Una disminución en los requerimientos legales de encaje puede representarse de dos maneras. Una posibilidad es que el Banco Central decida bajar la tasa media de encaje; en este caso, el stock de dinero se vería inmediatamente afectado. Este evento produciría una reducción en la demanda flujo de dinero y, dada la meta de emisión, un exceso de oferta en el mercado monetario. El tipo de interés bajaría y ello permitiría una expansión en el producto.

La otra posibilidad es una política más gradual, que altere las tasas marginales de encaje. Este instrumento, a diferencia del anterior, sólo afectaría la oferta flujo de dinero. El incremento en esta variable produciría también un exceso de oferta en los mercados de moneda y crédito. Asimismo, el tipo de interés se reduciría y, con ello, aumentaría el producto. El impacto cuantitativo obviamente sería diferente.

No obstante, la estructura formal del modelo no permite un análisis completo de las políticas de encaje. Éste omite importantes características del mercado financiero peruano. Entre ellas, cabe mencionar; el pago de interés por el encaje; el efecto de las tasas de encaje sobre las tasas pasivas de interés; y los aspectos internacionales de este instrumento de política económica. Estos aspectos pueden tener una importancia crucial en una economía dolarizada y abierta al flujo internacional de capitales.

4. La apertura externa

La apertura externa constituyó una pieza clave del actual programa de ajuste estructural. La reforma incluyó un nuevo arancel que reduce la dispersión de las tarifas y uniforma los niveles de protección efectiva, la eliminación de las barreras paraarancelarias y la liberación radical de la cuenta de capitales. La apertura externa fue iniciada por el ministro Hurtado y completada por el ministro Boloña. En el ínterin hubo una serie de anuncios y acciones de política claramente contradictorios que incentivaron el comportamiento especulativo de los agentes económicos.

El proceso de ejecución partió de una estructura arancelaria y no arancelaria dispersa y compleja, que incluía cuotas, exoneraciones, permisos especiales y diferentes regímenes especiales. En un período menor a un año, se estableció un nuevo arancel con sólo dos tarifas (15% y 25%); se suprimieron las barreras paraarancelarias; y se eliminaron los instrumentos de promoción de exportaciones.

La reforma comercial fue ejecutada conjuntamente con el programa antiinflacionario de estabilización. Ella perseguía básicamente dos objetivos: i) regular el

precio de los bienes transables mediante el incremento en las importaciones; e ii) incrementar la eficiencia y la competitividad del sector industrial.

Las relaciones entre la estrategia antiinflacionaria y la reforma externa han sido cambiantes y complejas. En un inicio, la apertura externa permitió amortiguar los efectos del "shock" antiinflacionario, al incrementar la calidad y la cantidad de los materiales insumidos por el sector industrial y facilitar la renovación de la infraestructura productiva de la economía. Ella, además, posibilitó una expansión en el sector transable que absorbió, en parte, la fuerza de trabajo liberada en otros sectores por el programa de ajuste estructural. La apertura prematura de la cuenta de capitales, sin embargo, dificultó enormemente el proceso de estabilización. Ella determinó la sobrevaluación de la moneda nacional, comprimió indebidamente la rentabilidad del sector transable e indujo un déficit comercial creciente. El resultado final fue la consolidación, en el corto plazo, de una estructura de precios relativos que compromete la credibilidad de la estrategia de estabilización y la viabilidad de largo plazo de todo el programa de reforma estructural. Esta situación es descrita por Efraín Gonzales de Olarte en los siguientes términos:

"... El programa de corto plazo ha encontrado, debido a distintas razones, un impase. Primero, la estructura de precios relativos, después de dos años y medio de estabilización, no se encuentra alineada correctamente. La sobrevaluación, las altas tasas de interés, el alto precio de los servicios públicos, y los salarios bajos imposibilitan la recuperación de la economía y no permiten la promoción adecuada de la inversión productiva"⁸⁴

Esta sección ofrece, en primer lugar, una descripción de los principales aspectos de la apertura externa. Luego analiza el efecto de la misma sobre la evolución de las distintas cuentas de la balanza de pagos. Examina, también, el efecto fiscal de la apertura comercial. Finalmente, evalúa las relaciones entre ésta y la estrategia antiinflacionaria.

84. Gonzales de Olarte, Efraín, "Peru's Economic Program under Fujimori", en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 35, No. 2, 1993. El original está en inglés. La traducción al castellano es nuestra.

4.1 Aspectos básicos de la apertura externa

4.1.1 La reforma comercial

Antes de la reforma comercial, existía un arancel con las siguientes características:

- i) Tarifas nominales *ad valorem* con un rango de 0% a 110%.
- ii) El arancel promedio era de 66% y el máximo 110%.
- iii) El 13% de las partidas tenían tarifas inferiores al 10%; el 36% de las posiciones arancelarias, tasas mayores al 50%.
- iv) La protección efectiva promedio era 59%.
- v) Numerosas exoneraciones minaban la capacidad recaudadora del arancel y generaban, incluso en un mismo sector, distintos grados de protección.

Adicionalmente, las importaciones enfrentaban numerosas barreras paraarancelarias. Entre las principales, cabe señalar las siguientes:

- i) Monopolios estatales en la comercialización de trigo, harina de trigo, arroz y azúcar.
- ii) Permisos fitosanitarios y zoonosanitarios previos al embarque.
- iii) Registro de empresas importadoras en el ICE y en el Ministerio de Agricultura.
- iv) Evaluación del ITINTEC para muchos productos manufacturados.
- v) Permisos especiales para la importación de equipos de transportes y aparatos de comunicación.
- vi) Dictámenes específicos para las industrias de ensamblaje.
- vii) El uso frecuente de tipos de cambio múltiples.

Existían, además, un sinnúmero de exoneraciones que tenían un fuerte impacto sobre la recaudación fiscal. Ésta, con un arancel efectivo de 43%, sólo representaba el 17% del valor de las importaciones. El Cuadro No, 12 muestra la distribución, por categoría, de las restricciones cuantitativas.

Cuadro No. 12

RESTRICCIONES PARAARANCELARIAS A LAS IMPORTACIONES
(A diciembre de 1989)

Categoría	Número	Porcentaje
Libres	4,192	79.6
Restringidas	535	10.2
Prohibidas	539	10.2
Total	5,266	100.0

Fuente: BCRP

Elaboración propia.

El desarrollo de la reforma comercial puede dividirse en dos etapas. El diseño técnico de la primera postuló una estrategia gradual, a ejecutar mediante el anuncio de un cronograma que contemplaba sucesivas reducciones de tarifas. La marcha de la reforma fue, sin embargo, severamente comprometida por anuncios y acciones de política que restaron credibilidad a esos instrumentos. En la segunda etapa, estos problemas de implementación fueron superados al sustituirse el gradualismo por la acción trazo y inmediata. Ella eliminó todas las barreras paraarancelarias⁸⁵, todos los instrumentos de promoción de exportaciones y estableció una estructura tarifaria con dos tasas de protección⁸⁶. Detallamos, a continuación, los aspectos básicos de cada etapa presentando una breve historia de las medidas específicas.

a. Primera fase

La primera etapa de la reforma comercial se inició en agosto de 1990. Las restricciones cuantitativas fueron virtualmente eliminadas, al reducirse el número de partidas de importación prohibida de 539 a 25 y suspenderse la exigencia de licencia previa y los dictámenes de no competencia. Se estableció una tarifa mínima de 10% y se redujeron las tasas máximas de 84% a 50%.

85. El comercio de productos agrícolas permaneció sujeto a controles cuantitativos.

86. Las tasas nominales establecidas fueron 15% y 25%. El nuevo arancel era, en la práctica, uno plano. La importancia cuantitativa de las partidas sujetas a la tasa de 25% era bastante reducida.

En setiembre se llevó a cabo la reestructuración del Arancel General de Aduanas, al establecerse un sistema de tres tasas arancelarias: 15%, 25%, y 50%. La tasa de 15% era aplicable a los bienes intermedios; la de 25%, a los bienes de capital; y la de 50%, a los bienes de consumo. Estas modificaciones redujeron el arancel promedio simple a 32%. Se eliminaron, en este mismo mes, las exoneraciones y beneficios especiales. Asimismo, desaparecieron las prohibiciones.

La nueva política comercial unifica el CERTEX en 10% y establece tasas de subsidio adicional por descentralización, en actividades artesanales y agrícolas.

El gobierno dispuso la aplicación de una sobretasa temporal de 10% -la cual estuvo vigente sólo hasta el mes de noviembre del mismo año- a las importaciones afectas a tasas arancelarias de 25% y 50%. Con la Ley 257 se eliminaron definitivamente todas las prohibiciones y exoneraciones a la importación. En el mes de noviembre se modificó la legislación del impuesto selectivo al consumo, reduciéndose el número de tasas de 8 a 3: de 10%, 30% y 50%; se eliminó el CERTEX y se permitió la importación de bienes de capital usados.

Cuadro No. 13

LA REFORMA COMERCIAL

	Antes de la reforma	Después de la reforma
Arancel promedio	66	32
Desviación estándar	25	17
Arancel máximo	110	60
Número de partidas con tasas:		
a) Menores al 10%	693	0
b) Menores al 20%	991	2,177
c) Menores al 50%	3,353	5,269
d) Menores al 70%	4,041	0
Total partidas	5,266	5,269

Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

Cuadro No. 14

PROTECCIÓN EFECTIVA ANTES Y DESPUÉS DE LA REFORMA DE 1990

	A	B	C
1. Agropecuario	49.62	5.65	36.89
2. Silvicultura y caza	62.41	13.17	26.27
3. Petróleo	-17.68	-13.50	-10.92
4. Extracción de minerales	-14.14	-10.79	-7.02
5. Minerales no metálicos	47.31	30.17	18.29
6. Productos lácteos	70.56	189.36	60.19
7. Harina y aceite de pescado	-10.76	-9.13	-5.81
8. Molinería y panadería	83.04	30.03	43.64
9. Otros productos alimenticios	97.45	178.76	64.67
10. Bebidas y tabaco	86.25	197.21	74.53
11. Textiles	-55.97	-42.17	-31.64
12. Prendas de vestir	130.54	261.58	105.65
13. Artículos de cuero	66.11	151.22	59.77
14. Calzado	77.34	133.99	70.26
15. Muebles	71.29	132.04	56.92
16. Papel y derivados	66.31	63.88	48.99
17. Impresión y edición	64.99	85.11	60.02
18. Químicos y abonos	80.08	66.46	43.37
19. Medicamentos	46.02	38.07	33.65
20. Otros químicos	77.27	130.99	88.48
21. Caucho y plástico	90.69	88.73	51.92
22. Minerales no metálicos	71.67	83.08	42.04
23. Siderurgia	68.26	42.01	19.70
24. Metales no ferrosos	-3.66	-45.05	-27.95
25. Metálicos diversos	90.81	89.26	64.26
26. Maquinaria no eléctrica	61.92	30.19	30.56
27. Maquinaria y equipo	93.75	80.46	60.61
28. Electrodomésticos	68.45	103.11	73.33
29. Material transporte	63.17	61.76	40.82
30. Otros	99.14	73.06	65.36
Promedio	59.40	74.60	41.90
Desviación estándar	40.10	72.70	32.50

A: Antes de la reforma sin tomar en cuenta prohibiciones.

H: Antes de la reforma tomando en cuenta prohibiciones.

C: Después de la reforma.

fuelle: Rossini, Renzo. "Apertura comercial, estabilización económica y desarrollo económico", en la *Moneda*, Lima: BCRP, 1990.

Las primeras medidas de liberalización comercial eran parte de la estrategia antiinflacionaria del gobierno. El incremento en la oferta exportable, al introducir mayor competencia en el mercado interno, permitía frenar el ritmo de crecimiento de los precios internos. Este resultado, sin embargo, no pudo concretarse debido a que: i) la sobretasa temporal provocó un movimiento especulativo de postergación de importaciones; y ii) la caída en el ingreso redujo notablemente el tamaño del mercado interno.

El cuadro de protección efectiva, antes y después de la reforma, detalla el impacto de la reforma sobre los distintos sectores económicos. Según Rossini⁸⁷, el nivel de protección efectiva disminuyó de 74.6% a 41.9% con la nueva estructura. El cambio ha sido especialmente significativo en las industrias de consumo final, las cuales antes contaban con niveles de protección superiores al 100% (productos lácteos, productos alimenticios procesados, bebidas y tabaco, prendas de vestir, artículos de cuero, calzado y muebles).

La agricultura es uno de los sectores beneficiados con la reforma comercial. Dada la anterior estructura arancelaria, producto de la política del Ministerio de Agricultura sobre la comercialización de productos agrícolas y el abaratamiento de los mismos por medio del control de precios y las importaciones exoneradas, el nivel de protección efectiva vigente antes de la reforma era de 5.65%, habiéndose elevado con la nueva legislación a un 36.89%.

b. Segunda fase

El ministro Boloña, quien inició la segunda etapa de la apertura comercial, abandonó la estrategia gradual de Hurtado y radicalizó el proceso. El diseño de la estrategia gradualista buscaba mantener el sistema de las tres tasas por cuatro años y, luego, unificar todos los aranceles en 15%. La nueva administración estableció aranceles menores: 5%, 15% y 25%. La tasa de los insumos y bienes de capital, alrededor del 75% del universo arancelario, quedó unificada en 15%. Una nueva tasa de 25% se aplicó a los bienes de consumo. En el cuadro siguiente se resumen los principales cambios.

87. Rossini, Renzo, "Apertura comercial, estabilización económica y desarrollo económico", en *La Moneda*, Lima: BCRP, 1990.

Cuadro No. 15

ESTRUCTURA ARANCELARIA
(Porcentaje del valor de producción)

Primera Fase				
	Insumos	Capital	Consumo	Total
5%	0.4	0.1	0.0	0.2
15%	53.6	22.7	5.0	36.6
25%	26.8	48.4	30.6	29.5
50%	19.1	28.9	64.5	33.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Segunda Fase				
	Insumos	Capital	Consumo	Total
5%	0.4	0.1	0.0	0.2
15%	85.7	84.4	42.8	72.5
25%	13.9	15.6	57.2	27.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Rossini, Renzo, "Las medidas recientes de la apertura comercial", en *La Moneda*, Lima: BCRP, 1990.

La nueva estructura disminuyó el promedio arancelario de 26% a 17%, con 22% de promedio para importaciones de bienes de consumo, 16% para insumos y 15% para bienes de capital (los anteriores niveles estaban en 41.1%, 22.3% y 25%, respectivamente). Finalmente, la protección efectiva a la industria disminuyó de 44% a 24% -mostrando un mayor grado de homogeneidad-, con mayor nivel de protección para ciertos bienes de consumo (confecciones y calzado).

Adicionalmente a estas medidas, se dictaron dispositivos que tendían a eliminar las restricciones paraarancelarias supervivientes a las reformas de 1990. Se eliminaron las sobretasas aún vigentes; únicamente permanecieron las agrícolas, en razón de criterios técnicos. Por el lado fitosanitario, se flexibilizaron los procedimientos de importación; se simplificaron los procedimientos aduane-

ros⁸⁸; y se eliminó el monopolio de ciertas empresas estatales en la importación de ciertos productos.

En cuanto a las exportaciones, la nueva legislación contempló la aplicación de mecanismos de *drawback* y de admisión temporal de productos. Por el D.L. 668, las exportaciones estaban exoneradas de todo tipo de tributos, salvo el impuesto especial a las exportaciones tradicionales, el cual debía expirar a fines de 1991. El gobierno prestó especial atención al mejoramiento de la infraestructura necesaria para agilizar y hacer más eficientes las exportaciones. También se estableció el marco legal apropiado para la creación de zonas francas, con una serie de exoneraciones y trato preferencial en materia tributaria y de contratación de mano de obra.

Con respecto a los acuerdos multilaterales de comercio, en agosto de 1992, el Perú decidió retirarse temporalmente del Pacto Andino por discrepancias entre la reforma peruana y la estructura del Arancel Externo Común del Acuerdo de Cartagena. No obstante, el país ha entrado en contacto con cada uno de los países miembros para establecer acuerdos bilaterales de liberalización comercial.

El efecto específico de la reforma comercial sobre el sector real, en general, y el sector industrial, en particular, aún no ha sido estudiado. Las importaciones han respondido gradualmente, han cambiado su composición y han comenzado a afectar a las ramas industriales que producen insumos y bienes de consumo competitivos.

La dinámica de la penetración extranjera ha sido profundamente influenciada por la situación coyuntural generada por el programa de estabilización. Inicialmente, las empresas importadoras emplearon estrategias de marketing influenciadas por la situación observada en el mercado financiero. Las altas tasas de interés y el atraso cambiado condujeron a una disminución drástica de los stocks y a una generalización de un sistema de ventas basado en pedidos previos. Esta situación produjo una elevación de los márgenes comerciales para permitir el repago de los préstamos; atenuando, en parte, la penetración de los productos importados en el mercado interno.

XX. En noviembre de 1991 se promulgó la nueva Ley General de Aduanas para racionalizar y simplificar los procedimientos en las operaciones de comercio exterior (D.L. 722).

El sistema cambiario dual mostró, durante su vigencia, una enorme flexibilidad y capacidad de adaptación. El Banco Central pudo, manteniendo el mismo marco institucional, ensayar distintos experimentos cambiarios: flotación controlada en la década del cincuenta; fijación del tipo de cambio en los sesenta; y un sistema de minidevaluaciones y preanuncios cambiarlos en los setenta y los ochenta.

En los últimos años de la década de los ochenta, las fuerzas que determinaron la progresiva inoperancia del sistema de control fueron las siguientes: i) el narcotráfico, ii) la dolarización y iii) la experiencia hiperinflacionaria.

El narcotráfico generó un circuito paralelo y competitivo de circulación financiera. Esta actividad alimentó al mercado informal con una oferta regular y sostenida de divisas. La dolarización expandió la demanda no comercial de moneda extranjera y permitió consolidar la expansión del mercado paralelo. La hiperinflación aumentó la velocidad de estos procesos y determinó el quiebre total del esquema institucional.

La apertura financiera suprime, finalmente, las instituciones básicas del sistema al unificar los segmentos del mercado cambiario y permitir la libre tenencia de moneda extranjera⁸⁹.

Las primeras medidas de liberalización se dictaron en agosto de 1990. En esta fecha, una resolución del Banco Central⁹⁰ eliminó parcialmente las restricciones vigentes para la compra y venta de moneda extranjera: topes máximos, cuotas por continente, por años y personas. Asimismo, se otorgó a las entidades financieras las facultades necesarias para atender, con un trámite administrativo mínimo, las operaciones de moneda, extranjera.

Otra resolución cambiaría⁹¹ permitió a las personas naturales y jurídicas mantener cuentas en moneda extranjera; restituyó la vigencia de los certificados bancarios en moneda extranjera; y, al mismo tiempo, permitió el pago anticipado por el 100% del valor de las importaciones.

89. Las resoluciones que decretaron la apertura financiera sólo legalizaron una situación de facto. Los decretos de apertura, al facilitar una disminución considerable de los costos de transacción, constituyeron una influencia importante sobre el flujo internacional de capital.

90. Resolución Cambiaria 003-91-EF/90.

91. Resolución Cambiaria 005-91/EF.

En marzo de 1991 se produjo la liberalización total del mercado cambiario al promulgarse un decreto ley⁹² que permitía la libre tenencia de moneda extranjera. Éste dejó sin efecto la totalidad de resoluciones cambiarias y cartas circulares que normaban el mercado cambiario. Otra consecuencia de la norma fue la eliminación de la obligatoriedad de entregar al Banco Central las divisas derivadas de la exportación de bienes.

Como consecuencia de las medidas de apertura, se pusieron en acción distintos procesos en los mercados financiero y cambiario. Entre los principales podemos mencionar a los siguientes: i) la "bancarización" de las tenencias de moneda extranjera del sector privado; ii) la integración progresiva de los mercados nacional e internacional de capitales; y iii) la modernización del mercado monetario. Estos desarrollos tuvieron un impacto decisivo sobre la dinámica del mercado cambiario y, por esta razón, una importancia fundamental para la estrategia de estabilización.

La "bancarización" es el proceso que permite la integración de los segmentos oficial e informal del mercado de divisas. Este proceso se inicia con un cambio de portafolio que implica la sustitución del billete americano por depósitos denominados en moneda extranjera. El efecto inmediato de este fenómeno es, en primer lugar, consolidar el papel estratégico de la Banca Comercial en el mercado cambiario; y, en segundo lugar, provocar el nacimiento de un mercado crediticio en moneda extranjera. Estas operaciones posibilitan multiplicar la oferta original de divisas y separar el riesgo político del cambiario.

El arbitraje internacional produce la unificación del mercado financiero nacional e internacional. La apertura financiera, al reducir drásticamente los costos de transacción, facilita la vinculación con los centros financieros internacionales; y produce, por esta razón, un flujo de capital hacia el Perú. Este movimiento refleja el diferencial de interés existente y los factores que determinan el riesgo político. En todo caso, este desarrollo permite sustituir deudas contraídas en el mercado local por deudas internacionales y una captación adicional de depósitos en moneda extranjera. La expansión en la oferta de fondos prestables reduce las tasas nacionales de interés.

92 Decreto Supremo 068-91-EF

La apertura financiera puede comprometer el éxito de la reforma comercial, ya que esta última requiere un aumento del tipo de cambio real para incentivar la expansión de las importaciones.

"Una liberalización prematura de la cuenta de capitales podría generar una apreciación del tipo de cambio, e inducir un déficit comercial creciente; la sobrevaluación de la moneda local puede comprimir la rentabilidad del sector transable durante un período en el cual requiere efectuar ajustes en su estructura productiva. Este fenómeno se debe a: (i) La velocidad de ajuste del mercado financiero es mucho más rápida que la del mercado de bienes; esto podría generar una sobreexpansión ("overshooting") en el nivel de ingreso de capitales de corto plazo en relación al nivel de equilibrio de largo plazo, lo cual induce la apreciación en el tipo de cambio, (ii) Los precios de los activos están determinados por el valor presente del flujo esperado de ingresos futuros; si los precios relativos de los bienes transables/no transables están distorsionados va a haber una distorsión en el cálculo de los flujos futuros de ingresos lo cual va a inducir una asignación incorrecta de la inversión. (iii) La liberalización de la cuenta de capitales presiona la tasa de interés doméstica hacia abajo, lo cual estimula la expansión del gasto interno; esto puede generar un desequilibrio comercial creciente. Por estos motivos se ha sugerido que haya un gran control sobre la cuenta de capitales durante la implementación de una reforma comercial"⁹³.

La coordinación de las políticas de apertura financiera y comercial, dadas las razones expuestas en el párrafo anterior, es de una importancia fundamental. Una apertura comercial exitosa produce una reasignación de la inversión desde el sector sustitutivo de importaciones al sector exportador. La apertura financiera genera, en el corto plazo, un proceso opuesto, al transmitir señales distintas a las que prevalecerán en el largo plazo. La neutralización de estos efectos sólo puede lograrse con la ejecución de políticas que neutralicen el impacto de corto plazo de los flujos de capitales

93 Consultar Meller, Patricio, "La apertura comercial chilena: lecciones de política", en *Colección Estudios CIEPLAN*, No. 35, Santiago de Chile: setiembre 1992, p. 13.

Las fallas de coordinación pueden desencadenar una severa crisis de balanza de pagos. Con ella, se produce una corrección brusca en la estructura de precios relativos; pierden rentabilidad las inversiones realizadas en el sector interno; y, finalmente, se incrementa sustancialmente la fragilidad del sistema financiero.

4.2 Balanza de pagos y apertura comercial

En la evolución de las cuentas de la balanza de pagos del Perú destacan los siguientes desarrollos: i) el estancamiento de las exportaciones y ii) una sustancial elevación de las importaciones.

En efecto, el Perú, desde 1990, vive un *boom* de importaciones en un contexto macroeconómico marcado por el receso productivo y el escaso dinamismo de la tasa de acumulación de capital. Entre 1989 y 1992, las importaciones se han duplicado y el índice global de actividad económica ha permanecido más o menos constante. Este fenómeno y el servicio de la deuda externa han generado un alto y persistente desequilibrio en la cuenta corriente. El desequilibrio ha sido financiado, en su mayor parte, por flujo de capital de corto plazo. En el Cuadro No. 17 se detalla la estadística relevante.

Cuadro No. 17

BALANZA DE PAGOS (Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Balanza en cuenta corriente	94	-1,092	-1,584	-2,029
Balanza comercial	1,197	340	-165	-567
Exportaciones FOB	3,488	3,231	3,329	3,484
Importaciones FOB	2,291	2,891	3,494	-4,051
Servicios financieros	924	-1,014	-1,011	-910
Otros	-179	-418	408	-552
Capitales de largo plazo	913	783	705	612
Capitales de corto plazo y errores u omisiones	-144	445	2,130	1,909
Balanza de pagos	863	136	1,251	492

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica-CIUP.

La brecha generada en el sector real se compensa, e incluso se revierte, por el desempeño de los flujos financieros de corto plazo registrados en la cuenta de errores u omisiones. Según ésta, han ingresado alrededor de 2,000 millones de dólares entre 1991 y 1992. Dada la naturaleza contable de este indicador, es imposible discernir si este alto flujo de divisas proviene de actividades ilegales -es decir, narcotráfico- o refleja un elevado flujo de capitales de corto plazo a nuestra economía⁹⁴.

Este influjo de divisas ha jugado un papel central en la apreciación del tipo de cambio real. El fenómeno es reforzado por el estricto control de la oferta monetaria que, al producir una sobre-reacción en el sector financiero, magnifica los efectos de la apertura de la cuenta de capitales.

Cuadro No. 18

TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA
(En porcentaje)

	TAMEX	LIBOR
1991		
II	19.41	6.02
III	20.14	5.69
IV	20.69	4.71
1992		
I	20.83	4.14
II	17.21	3.90
III	19.90	3.27
IV	17.40	3.56

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica-CIUP

94. Carlos Boloña señala en su último libro (Boloña, Carlos, *Cambio de rumbo*, Lima: Instituto de Economía de Libre Mercado - San Ignacio de Loyola, 1993, p. 115.) que los dólares que se acumularon entre setiembre de 1990 y mayo de 1991 provenían de agentes domésticos que los mantenían atesorados fuera del sistema financiero por desconfianza. A partir de mayo de 1991, empiezan a ingresar al sistema dólares repatriados de agentes nacionales, y recién a partir de noviembre de 1991 comienzan a ingresar al país los llamados dólares golondrinos.

El influjo de capitales del exterior puede ser explicado por los siguientes factores: i) la caída en las tasas internacionales de interés y ii) el enorme diferencial existente entre las tasas nacionales e internacionales. Como puede apreciarse en el Cuadro No. 18, las tasas de interés locales se mantienen persistentemente por encima de las internacionales.

Velarde y Rodríguez⁹⁵ hacen un recuento de las causas de las elevadas tasas de interés en un contexto de liberalización financiera. Destacan, entre las principales, las siguientes: la estructura industrial del sistema financiero, la falta de credibilidad en el programa, la existencia de burbujas especulativas, el endeudamiento desesperado, la falta de supervisión bancaria y la poca experiencia de las instituciones financieras para operar en mercados libres.

Para el caso peruano, en particular, estos mismos autores enfatizan el riesgo político y la fuerte competencia interbancaria que condujo a una guerra de precios con el objeto de captar depósitos en moneda extranjera⁹⁶. Los factores que explican el comportamiento de las tasas en moneda nacional son: las expectativas de devaluación, la falta de credibilidad en el programa y el enorme *spread* financiero mantenido por la Banca Comercial.

El desempeño de las cuentas externas muestra una cierta independencia entre el sector real y las reservas del sector bancario. Habría entonces, como bien lo señalan Dancourt y Rojas⁹⁷, un cambio en la antigua dependencia del volumen de activos internacionales del sistemabancario con respecto al comportamiento del sector real. Desde esta perspectiva, el propio desarrollo del sistema bancario es ahora el determinante de su nivel de reservas.

95. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Documento de Trabajo No. 4, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992, pp. 47-50.

96. Este fenómeno tuvo lugar entre marzo y setiembre de 1991. En este período los depósitos en moneda extranjera crecían a un ritmo de 100% semestral.

97. Dancourt, Oscar y Jorge Rojas, "El Perú desde 1990: ¿el fin de la restricción externa?", en *Boletín de Opinión* No. 11, Lima: Consorcio de Investigación Económica, noviembre 1993.

Cuadro No. 19

DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO
(En porcentaje)

Período	Cuasidineró	Liquidez total
1989		
I	61.46	36.97
II	56.93	36.88
III	45.47	29.58
IV	40.52	23.34
1990		
I	45.02	26.11
II	47.71	26.26
III	73.09	46.43
IV	76.27	46.94
1991		
I	74.49	48.63
II	79.59	59.08
III	75.77	57.93
IV	79.54	59.92
1992		
I	78.13	59.43
II	79.94	61.34
III	82.28	64.89
IV	84.39	64.96

Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica-CIUP.

Este cambio, en el comportamiento de los flujos de divisas y en la determinación de las reservas, se explica en parte por el alto nivel de dolarización del

sistema financiero. Si analizamos el comportamiento del cuasidinero bancario, entre 1989 y 1992, podemos comprobar cómo la dolarización de este indicador pasó de un 40.5%, durante el último trimestre de 1989, a un 84.4% en el último trimestre de 1992. Este proceso de dolarización está estrechamente vinculado a la naturaleza del programa de estabilización adoptado con la nueva gestión. Una de las principales bases del programa fue la aplicación de un estricto control monetario, lo cual provocó un aumento sustancial de las tasas de interés en moneda nacional y una disminución del crédito. No obstante, el gobierno, al liberalizar el mercado financiero y el flujo de capitales con el exterior, permitió la posibilidad de endeudarse en moneda extranjera, lo cual compensó las restricciones crediticias en moneda nacional y llevó a un alto nivel de dolarización del sistema financiero.

4.2.1 La evolución de las exportaciones e importaciones

El volumen de las importaciones peruanas se incrementó de 2,891 millones de dólares en 1990 a 4,051 millones de dólares en 1992. La tasa de crecimiento promedio anual ha sido de 11.9% durante el período en estudio. Este incremento tuvo lugar en un contexto macroeconómico marcado por el estancamiento del producto y la demanda efectiva. Refleja, por esta razón, un cambio profundo en la estructura del gasto agregado, así como los efectos de la apreciación cambiaria. Por otra parte, las exportaciones han permanecido virtualmente estancadas: totalizaban 3,231 millones de dólares en 1990; y alcanzaron, en diciembre de 1992, la cifra de 3,484 millones de dólares. Como consecuencia de estos desarrollos, han aparecido importantes desequilibrios en las cuentas externas del Perú (balanza de recursos y cuenta corriente).

Cabe distinguir las siguientes etapas en el *boom* importador:

a) Agosto - diciembre 1990

Este período se caracteriza por un estancamiento temporal de las importaciones producto de la severa restricción de demanda agregada, ocasionada por el shock del ministro Hurtado. Si bien durante el año las importaciones crecen un 26%, éstas se concentran en el primer trimestre del año, el cual representa el 32% del total. Esto se explica por la vigencia, durante ese lapso, de un dólar MUC excesivamente barato y de las políticas de importación de alimentos de la administración aprista.

Luego del shock de Fujimori, no se experimenta ningún crecimiento importante del valor importado. Aparentemente, los agentes se habían adelantado al programa, realizando sus importaciones en julio y agosto; así, el valor importado crece ligeramente el tercer trimestre (cabe destacar que este crecimiento se explica por la duplicación del rubro otros) y, con el impacto recesivo del shock, se deprime fuertemente al último trimestre. Durante el año se apreció un descenso de las importaciones de bienes de consumo; las importaciones se centraron en insumos y bienes de capital (maquinaria industrial, equipos de transporte, materias primas industriales, hidrocarburos, sorgo y maíz).

Un fenómeno que se empezaba a apreciar en el segundo semestre de 1990 y que se acentuará en los años siguientes, es el desplazamiento de las importaciones del sector público al sector privado. Durante 1989, la participación del sector público en el total de importaciones fue de 45%; en 1990, este porcentaje cayó a 32%.

En lo que respecta a las exportaciones, éstas decrecieron en 6% durante 1990; se observó un aumento en la participación de las exportaciones no tradicionales, las cuales llegaron a representar el 30% del total exportado. La caída de las exportaciones tradicionales, que explica en su mayor parte la disminución del total de exportaciones, se debió a una baja en las cotizaciones de los principales productos de exportación (el Banco Central estima un efecto precio negativo de 151 millones de dólares americanos).

b) Enero 1991 - diciembre 1992

A partir de 1991 se inicia el *boom* de importaciones del régimen de Fujimori. Las medidas de apertura comercial, iniciadas por Hurtado, fueron profundizadas por Boloña en un contexto de gran retraso cambiario, producto del esquema de estabilización. El resultado fue que, en 1991, las importaciones totales crecieron en un 21%. Si bien todos los tipos de importaciones experimentaron una subida, las de bienes de consumo lo hicieron de una forma notable, con una importante variación en su composición. Las importaciones de alimentos, que eran las de mayor importancia durante la administración aprista, disminuyeron en un 12%; mientras que aumentaron las de alimentos no básicos, vehículos de transporte particular, artefactos de uso doméstico y productos farmacéuticos y de tocador.

Cuadro No. 20

IMPORTACIONES FOB POR USOS
(Millones de dólares)

	Bienes de consumo	Insumos	Bienes de capital	Otros	Total
1990					
I	194	420	237	70	921
II	56	317	244	77	693
III	36	300	236	128	700
IV	53	296	170	60	577
Año	339	1,332	886	335	2,891
1991					
I	119	365	168	76	729
II	151	390	232	78	850
III	175	411	252	81	919
IV	194	430	282	90	996
Año	638	1,597	934	325	3,494
1992					
I	255	411	291	103	1,060
II	223	404	276	49	952
III	180	476	282	71	1,010
IV	183	491	271	84	1,029
Año	841	1,783	1,120	307	4,051

Fuente: BCRP, *Memoria*. Lima: 1990-1992.

Elaboración propia.

Gráfico No. 22

LAS IMPORTACIONES DURANTE LA APERTURA COMERCIAL

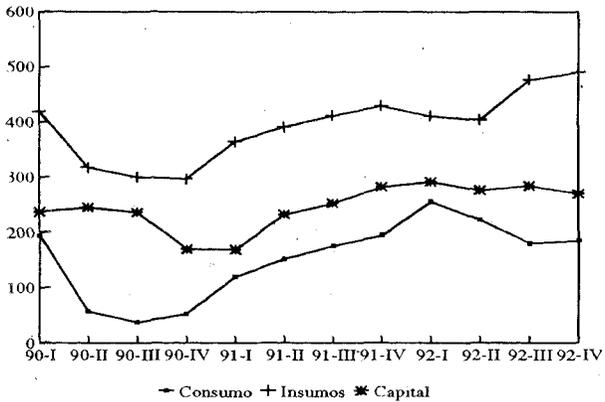
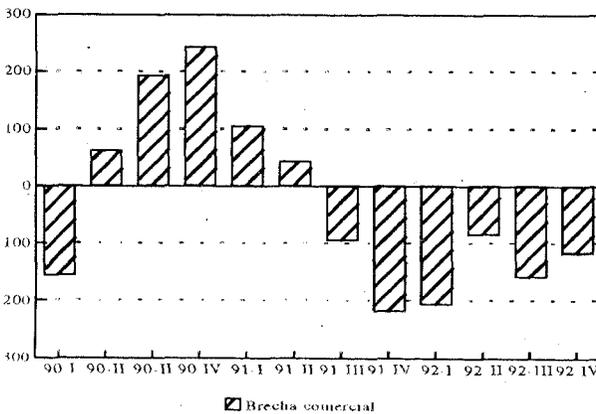


Gráfico No. 23

LA BALANZA DE RECURSOS DURANTE LA APERTURA COMERCIAL



La tendencia creciente de las importaciones, iniciada, en 1991, se mantiene durante 1992. Sin embargo, cabe destacar que, durante el último trimestre, dentro de las importaciones de bienes de consumo, ya se experimentaba un decrecimiento con respecto al valor importado en el mismo trimestre del período anterior. Esto se explica por la saturación del mercado de importaciones de bienes de consumo duradero, especialmente automóviles; el cual creció sorprendentemente por la existencia de una demanda cautiva que, al parecer, ya ha sido satisfecha.

Durante este período, persiste la tendencia decreciente de la participación del sector público en el total importado. Así, desde 1990, se ha experimentado un aumento de las compras del sector privado y una disminución de las compras del sector público, lo que significa que la participación de este último ha pasado de un 23% en 1991 a un 19% en 1992.

Con respecto a las exportaciones, la característica de este período ha sido una leve recuperación. Ésta se ha debido, exclusivamente, a un aumento en el volumen de las exportaciones tradicionales, puesto que las cotizaciones de las materias primas continúan con una tendencia decreciente y las exportaciones no tradicionales se han reducido.

El sector exportador ha sido uno de los más golpeados por el programa de estabilización, el estancamiento del tipo de cambio, las altas tasas de interés y la elevación de las tarifas. El sector no tradicional también se ha visto afectado por la eliminación del CERTEX.

Cabe destacar que, dentro del desempeño de las exportaciones tradicionales, ha ocurrido una transformación en las exportaciones mineras, las principales aportadoras de reservas en el Perú. Mientras que la exportación de la mayoría de los minerales ha disminuido, especialmente por las bajas cotizaciones, se ha observado un fuerte incremento en la exportación de hierro y oro por aumentos en la producción de estos metales. Hierro Perú fue reflatada por el consorcio minero internacional Shougan Corporation, lo cual ha significado un crecimiento de la producción de hierro de más de 50% a fines de 1992. Por el lado del oro, la producción de este metal se ha incrementado sustantivamente por el hallazgo de nuevos yacimientos, especialmente la mina Yanacocha. Esto ha determinado un aumento significativo en la producción.

Cuadro No. 21

EXPORTACIONES FOB POR TIPO
(Millones de dólares)

	Tradicional	No tradicional	Total
1990			
I	524	241	765
II	518	237	755
III	658	233	892
IV	565	255	819
Año	2,265	966	3,231
1991			
I	614	219	833
II	650	244	894
III	577	249	826
IV	537	239	776
Año	2,378	951	3,329
1992			
I	628	226	854
II	623	243	867
III	603	250	853
IV	617	294	910
Año	2,471	1,013	3,484

Fuente: BCRP, *Memoria*, Lima: 1990-1992

Elaboración propia.

4.2.2 La evolución de los servicios no financieros

La balanza en cuenta corriente se ha ido agravando desde 1990, no sólo por la existencia de saldos negativos en la balanza comercial, sino también por el servicio de los intereses de la deuda externa y por el creciente saldo negativo de la balanza de servicios no financieros.

El pobre resultado de este rubro (-665, -724 y -850 millones de dólares americanos en 1990, 1991 y 1992, respectivamente) se explica por el aumento

de los viajes de peruanos al exterior y la disminución del turismo receptivo -la tendencia decreciente de los ingresos por turismo se remonta a mediados de la década del ochenta-. Este fenómeno se agravó en 1991 por el problema de la epidemia del cólera y el recrudecimiento de la actividad subversiva.

Por otro lado, es interesante apreciar un decrecimiento del rubro fletes, explicado por el aumento de las importaciones y la disminución de las exportaciones; y, también, por la disminución de la participación de la flota nacional en el total transportado (en 1991 se eliminó la reserva de carga; y, según estimados del BCRP, para ese año la participación de la flota nacional decreció de un 21% a un 15%).

4.3 El impacto sobre las finanzas públicas

Una característica importante del proceso de apertura comercial es el efecto que éste tiene sobre la estructura de ingresos fiscales. Hay un efecto directo de la disminución de los aranceles sobre la recaudación; sin embargo, no hay un acuerdo en el signo de este efecto, el cual depende de la elasticidad de la demanda por importaciones. A esto es necesario añadir otros efectos indirectos como, por ejemplo, la eliminación de exoneraciones de importación a empresas públicas y organismos estatales, que pueden repercutir negativamente en el equilibrio fiscal.

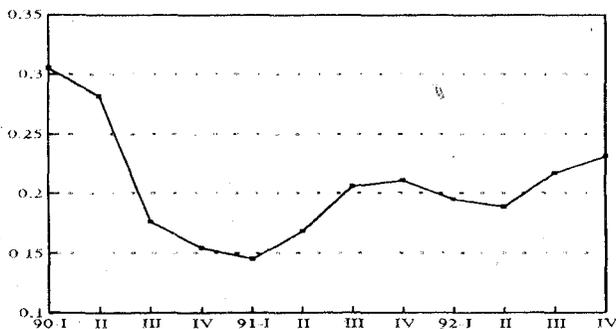
Como bien lo señala Meller⁹⁸, el Banco Mundial menciona diversos factores que harían que la reforma comercial lleve a un aumento de los ingresos fiscales, entre ellos podemos destacar: i) la eliminación de exoneraciones y prohibiciones paraarancelarias; ii) una reducción de la evasión al recortarse las tarifas y simplificarse el sistema aduanero; y iii) si bien se reduce la tarifa, la base aumenta notablemente por la liberalización.

En el caso peruano, el efecto de la reforma comercial sobre la tributación fue, en un primer momento, negativo; sin embargo, en el mediano plazo mostró una elevación importante. Esto se aprecia en los Gráficos Nos. 24 y 25, en los cuales se detallan los ingresos de origen externo, como porcentaje del PBI y como participación en el total de ingresos tributarios. Cabe aquí retomar, para mejorar el análisis, los dos períodos identificados en la evolución de las importaciones: a) agosto 1990 - enero 1991 y b) febrero 1991 a diciembre de 1992.

98. Meller, Patricio, *op. cit.*

Gráfico No. 24

**PARTICIPACIÓN DE LA RECAUDACIÓN DE ORIGEN EXTERNO
EN LOS INGRESOS TRIBUTARIOS TOTALES**

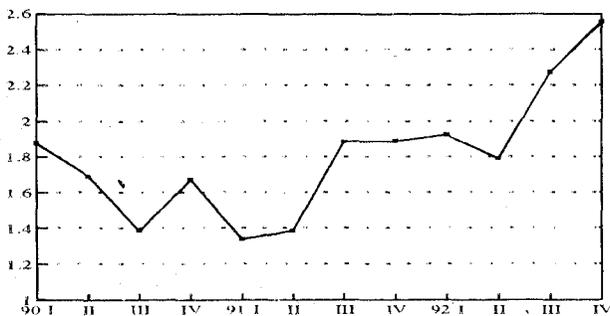


Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica CIUP.

Gráfico No. 25

**RECAUDACIÓN DE ORIGEN EXTERNO
COMO PORCENTAJE DEL PBI**



Fuente: BCRP.

Elaboración: Coyuntura Económica CIUP.

El primer periodo se caracterizó por una disminución importante de la participación de la recaudación de origen externo en los ingresos tributarios totales. La recaudación, como porcentaje del PBI, también disminuyó durante el tercer trimestre. Si bien esta tendencia se revirtió momentáneamente durante el cuarto trimestre, ello se debería -aparentemente- a una elevación estacional del tipo de cambio a fines del año. La caída fuerte en la participación de los tributos de origen externo, sobre el total de ingresos tributarios, del tercer trimestre también se explicó por la política del *boom* de importaciones que aplicó la administración aprista los dos primeros trimestres del año. Esta política se dio en un contexto de escasa presión tributaria, lo cual elevó notablemente la participación de los ingresos de origen externo durante ese periodo.

Con la profundización de la reforma por parte de Boloña y la aparición del *boom* de importaciones, en especial de bienes de consumo, a partir del primer trimestre de 1991, se comenzó a elevar notablemente la recaudación de origen externo como porcentaje del PBI. Esta tendencia persistió hasta el final del periodo en estudio, con un breve lapso durante el segundo trimestre de 1992 por los sucesos del 5 de abril.

La elevación de las importaciones, en especial las de bienes y servicios, se reflejó también fuertemente en la participación de los tributos de origen externo en la recaudación total. Este indicador mantuvo una tendencia creciente desde el primer trimestre de 1991 hasta fines de ese año. Es interesante analizar este fenómeno en relación a otros tributos; al parecer, durante los primeros trimestres de la gestión de Boloña, la recaudación estuvo fuertemente centrada en las importaciones, lo cual indicaría un alto grado de erosión en el IGV interno y en los tributos directos. No obstante, con la reforma tributaria, las leyes de emergencia y el aumento de efectividad de la Superintendencia de Administración Tributaria, los tributos de origen interno elevaron su participación en desmedro de los tributos de origen externo. A esto cabe añadir el ligero descenso del ritmo importador en el segundo trimestre de 1992. Todos estos factores determinaron una disminución de la participación de los tributos de origen externo, entre el cuarto trimestre de 1991 y el segundo trimestre de 1992. Esta tendencia se revirtió desde mediados de 1992, cuando comenzó a crecer nuevamente la participación de los tributos de origen externo.

5. Conclusiones

Existen, en la historia económica del Perú, momentos que quiebran la dinámica de la economía en períodos más o menos coherentes. Estas coyunturas representan puntos de quiebre: el anuncio de nuevos regímenes para el proceso de acumulación de capital y la instalación de nuevos modos de regulación.

"El Perú es una nación de experimentos económicos y sociales. Se han ensayado distintas propuestas: políticas económicas ortodoxas y heterodoxas, gobiernos liberales y populistas, civiles y militares, y todo tipo de reforma económica. En julio de 1990, comenzó otro experimento: un gobierno civil liberal en su programa económico, y autoritario en su comportamiento político."⁹⁹

Cada cambio es antecedido y, en última instancia, hecho posible por un complejo sistema de fuerzas sociales, económicas y políticas. Las reformas de Velasco, por ejemplo, fueron precedidas por un intenso proceso de movilización campesino y por el estancamiento de las tasas de inversión en el sector primario exportador. Los eventos que hacen posible el ajuste estructural de Fujimori incluyen: la crisis económica de larga duración; el crecimiento de la violencia política ligada al narcotráfico y a los movimientos terroristas; y la crisis general de las modalidades de representación política¹⁰⁰.

El objetivo fundamental de las reformas neoliberales es restablecer las bases para el inicio de un nuevo ciclo de desarrollo sobre la base de las exportaciones. El intento exige la reformulación de los principales circuitos que regulan el proceso de acumulación de capital. Los ingredientes esenciales del nuevo modelo de desarrollo no son novedosos: la economía peruana fue regida, antes de las reformas del gobierno militar, por políticas económicas inspiradas en los mismos principios¹⁰¹. El punto de partida del último intento liberal es el

99. Gonzales de Olarte, Efraín, *op. cit.*, p. 73.

100. Una descripción más detallada de este proceso puede encontrarse en el trabajo, ya citado, de Efraín Gonzales de Olarte.

101. Para una descripción de los principales elementos del ciclo exportador de larga duración, puede consultarse Thorp, Rosemary y Geoffrey Bertram, *Perú 1890-1977: crecimiento y políticas en una economía abierta*, Lima: Universidad del Pacífico, 1985.

rasgo original del "nuevo" experimento económico: una economía esencialmente urbana con importantes sectores económicos que no dependen, para su dinámica interna, del sector primario exportador¹⁰².

Las condiciones iniciales de la nueva propuesta económica explican, en nuestra opinión, muchas de las contradicciones "aparentes" del plan neoliberal. El primer movimiento ha afectado fundamentalmente la esfera financiera y las bases institucionales de la política económica. La hiperinflación y la coyuntura internacional de tasas de interés bajas ha facilitado este camino.

Las principales modificaciones incluyen: i) un régimen monetario basado en la flotación del dólar y la programación de la oferta monetaria; ii) un sistema financiero basado en dos segmentos: la Banca Comercial y los Fondos Privados de Pensiones; y iii) la modernización del mercado nacional de capitales.

El nuevo sistema financiero está ya en operación. La liquidación de la Banca de Desarrollo ha otorgado a la Banca Comercial el monopolio del crédito. Han sido creados, y se encuentran en pleno proceso de expansión, los fondos privados de pensiones. El mercado bursátil ha crecido explosivamente en estos tres últimos años.

Este ensayo ha intentado explicar el modo general de operación del nuevo circuito financiero. Éste posee dos características distintas: la dolarización y la apertura externa.

La dolarización ha terminado generando un régimen monetario de características bastante peculiares, que combina los sistemas de tipo de cambio libre y fijo. El Banco Central emite, en realidad, dos monedas. La primera está indexada al dólar y mantiene, por esta razón, una paridad fija con el mismo. El compromiso de convertibilidad es garantizado con un respaldo de 100% en activos internacionales. La otra moneda es el sol peruano, que mantiene una paridad libre con el dólar.

102. Las economías exportadoras se edificaron, en el pasado, sobre una base estructural radicalmente diferente, que incluía como ingredientes fundamentales: población mayoritariamente rural, gran abundancia de recursos naturales en relación a la población y escaso desarrollo industrial. Es imposible, en el presente, reproducir la misma base estructural.

El sistema permite la ejecución de la política monetaria con instrumentos denominados en soles y en dólares. La operación del mecanismo monetario se apoya en la disociación, nacida en la experiencia inflacionaria, de las funciones de unidad de cuenta y depósito de valor. La política monetaria en dólares afecta a la actividad real regulando, en el corto plazo, la oferta de crédito y alterando el costo real del mismo." El efecto de la política en soles se transmite vía el mercado cambiario.

La segunda etapa del proceso de ajuste estructural busca establecer un nuevo circuito para el proceso de acumulación de capital. Ello implica: i) la definición de nuevos agentes de acumulación; y ii) el establecimiento de una nueva estructura de la propiedad. Este fase tiene una importancia crucial: permite consolidar el nuevo modelo de desarrollo y garantizar su viabilidad de largo plazo.

El segundo movimiento es, en la actualidad, un desarrollo incompleto. Sus principales características parecen ser las siguientes: i) el capital extranjero es el principal agente de acumulación; ii) el capital nacional ocupa un papel secundario y subordinado en el nuevo modelo; y iii) el Estado se retira de la esfera productiva y pasa a asumir un papel complementario: inversión de infraestructura y de apoyo social.

Si las tendencias manifiestas en el programa de privatización se mantienen, debe consolidarse una estructura de la propiedad muy similar a la que predominaba en el Perú antes de las reformas ejecutadas -en los años setenta- por el gobierno militar del General Juan Velasco Alvarado: un modelo liderado por el capital extranjero con agentes nacionales en una posición subordinada¹⁰³.

La segunda fase del ajuste estructural debe finalizar en 1996 con la *conclusión* del programa de privatización. La principal característica de esta etapa es la elevación de la tasa de inversión global de la economía y la revisión radical de

103. Rosemary Thorp, en la conclusión del libro citado anteriormente, describe el desarrollo económico del Perú postulando la existencia de un ciclo de larga duración. Éste contiene una fase de desnacionalización e intensa inversión extranjera. ¿Marca el gobierno de Fujimori el inicio de uno de estos ciclos?

la estructura de la propiedad. La recesión iniciada en 1987 debe concluir con estos desarrollos.

El intento de transformación estructural no ha comprometido a ningún actor social nacional con el nuevo modelo de acumulación. Este hecho constituye, sin lugar a dudas, su carencia más profunda, ya que puede comprometer su estabilidad política y económica de largo plazo. El programa debe proponer un plan que asigne un papel claro y definido en el proceso de inversión a algún agente nacional. Lamentablemente, las líneas maestras del mismo aún no han sido precisadas.

La formulación de una estrategia más clara de acumulación ha podido evitarse hasta ahora, gracias a las peculiaridades de la actual coyuntura marcada por la debilidad de los segmentos sociales políticamente organizados. Esta situación es, sin embargo, de corta duración: la expansión económica, al reforzar la base material de poder de los segmentos organizados, posibilita nuevos intentos de presión y, en última instancia, el nacimiento de nuevas organizaciones políticas con intereses que pueden contradecir la lógica interna del nuevo circuito de acumulación.

La nueva etapa de crecimiento debe poner en evidencia los principales defectos estructurales del nuevo modo de regulación macroeconómica. El principal problema a enfrentar es la administración del nuevo flujo de capital internacional. El funcionamiento normal del actual régimen monetario implica la apreciación real de la moneda nacional y la expansión en la oferta de crédito en moneda extranjera. Este mecanismo es, en las actuales circunstancias, claramente inadecuado dada la magnitud del flujo a administrar y la escasa capacidad de absorción que exhibe la economía nacional. Si el gobierno mantiene las líneas maestras del plan de estabilización, puede debilitar aun más las cuentas externas de la economía e inducir un proceso de expansión económica liderado por las actividades no transables. Este esquema de crecimiento, como lo demuestra la experiencia histórica, no tiene viabilidad de largo plazo en la medida en que no garantiza el repago futuro del flujo de capital extranjero.

Bibliografía

Alien, R.G.D., *Teoría macroeconómica, tratamiento matemático*, España: Aguilar, 1971.

Amat y León, Carlos y Julio Velarde (editores), *Informe de coyuntura. Segundo semestre 1991 Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1992.

Backus, David, *Notes on Dynamical Systems in Economics*, Discussion Paper No. 501, Ontario: Queen's University, 1982.

Blanchard, Olivier J., "Output, the Stock Market, and Interest Rates", en *American Economic Review*, vol. 71, No. 1, 1981, pp. 132-143.

Boloña, Carlos, *Cambio de rumbo. El programa económico para los noventa*. Lima: Instituto de Economía de Libre Mercado, 1993.

Bouillpn, César y Bruno Seminario, *Ciclos y tendencias en la economía peruana: 1950-1989*, Serie Cuadernos de Investigación No. 15, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992.

Calvo, Guillermo, "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", en *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, No. 3, setiembre 1993, pp. 383-398.

Campodónico, Humberto, "Elementos para el análisis del programa de ajuste estructural en el Perú", en *Boletín de Opinión*, No. 6, Lima: Consortio de Investigación Económica, 1992.

Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, "Informe sobre la coyuntura económica peruana, 1992-IV", en *Boletín de Opinión*, No. 8, Lima: Consorcio de Investigación Económica, mayo 1993.

Chick, Victoria, *La macroeconomía según Keynes*, Madrid: Alianza Editorial, 1983.

Dancourt, Oscar, "Cara y sello de la herencia de Boloña", en *Actualidad Económica*, No. 140, Lima: 1993.

Dancourt, Oscar, *Desinflación, retraso cambiario y dolarización: Perú 1990-1992*, Serie Foro Económico VI, Lima: Fundación Friedrich Ebert, 1992.

Dancourt, Oscar, "Un modelo macroeconómico de corto plazo y la política, económica del Perú: 1970 - 1984", en Alarco, Germán (compilador), *Modelos macroeconómicos en el Perú: nuevos aportes*, Lima: CIUP, 1986.

Dancourt, Oscar y Jorge Rojas, "El Perú desde 1990: ¿el fin de la restricción externa?", en *Boletín de Opinión*, No. 11, Lima: Consorcio de Investigación Económica, 1993.

Dornbusch, Rudiger, *Exchange Rates and Inflation*, Massachusetts: MIT Press, 1991.

Duarte, Ienzo y Alejandro Gómez, "Déficit fiscal, precios públicos e inflación: un modelo dinámico", en Botteri, Giancarlo y otros. *Ensayos sobre la realidad económica peruana I*, Serie Cuadernos de Investigación No. 19, Lima: CIUP, 1993, 69-91 pp.

Fernández-Baca, Jorge y Bruno Seminario (editores). *Informe de coyuntura. Primer semestre 1991 Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1991.

Friedman, Milton, "Factors Affecting the Level of Interest Rates", en Havrilesky, T. & J. Boorman, *Current Issues in Monetary Theory and Policy*, AHM Publishing Corporation, 1980.

Gonzalos de Olarte, Eiraín, "Peru's Economic Program under Fujimori", en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 35, No. 2, 1993.

González Izquierdo, Jorge y Juan Julio Wicht (editores). *Informe de coyuntura. Segundo semestre 1990. Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1991.

González Izquierdo, Jorge y Martha Rodríguez (editores), *Informe de coyuntura. Primer semestre 1992. Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1992.

Guidotti, Palo E. y Carlos A. Rodríguez, *Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?*, IMF Staff Papers, vol. 39, No. 3, setiembre, 1992.

Iguíñiz, Javier, "No merecemos esto", en *La Moneda*, No. 54, Lima: BCRP. diciembre 1992.

Meller, Patricio, "La apertura comercial chilena, lecciones de política", en *Colección de Estudios CIEPLAN*, No. 35, setiembre 1992, pp. 9-54.

Metzler, I. A., "The Nature and Stability of Inventory Cycles", en *Review of Economic Statistics*, agosto 1941.

Patinkin, Don, *Money, Interest and Prices*, Nueva York: Harper & Row Publishers, 1965.

Rodríguez. Carlos Alfredo, *Money and Credit under Currency Substitution*, IMF Staff Papers. vol. 40, No. 2, junio 1993.

Rossini, Renzo, "Apertura comercial, estabilización económica y desarrollo económico", en *La Moneda*, Lima: BCRP, 1990.

Rossini, Renzo, "Las medidas recientes de la apertura comercial", en *La Moneda*, Lima: BCRP, 1990.

Seminario, Bruno "Las características del nuevo régimen monetario", en *Actualidad Económica*, No. 130, Lima: 1992.

Thorp, Rosemary y Geoffrey Bertram, *Perú 1890-1977: crecimiento y políticas en una economía abierta*, Lima: Universidad del Pacifico, 1985.

Urrunaga, Roberto y Juan Julio Wicht (editores), *Informe de coyuntura. Segundo semestre 1992. Evolución de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1993.

Velarde, Julio, "El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori", en *Boletín de Opinión*, No. 6, Lima: Consorcio de Investigación Económica, 1992.

Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú 1985-1990*, Serie Documento de Trabajo No. 5, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992.

Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la liberalización de los mercados*, Serie Documento de Trabajo No. 4, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992.

Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Serie Documento de Trabajo No. 2, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992.

Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*. Serie Documento de Trabajo No. 1, Lima: CIUP-Consorcio de Investigación Económica, 1992.