

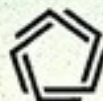
documento de trabajo

EL PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN PERUANO: EVALUACIÓN DEL PERÍODO 1991-1993

**Julio Velarde
Martha Rodríguez**



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACION (CIUP)



consorcio
de investigación económica

**El programa de estabilización peruano:
evaluación del período 1991-1993**

Serie: Documento de Trabajo No. 18

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

Julio Velarde
Martha Rodríguez

**EL PROGRAMA DE
ESTABILIZACIÓN PERUANO:
EVALUACIÓN DEL PERÍODO
1991-1993**



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACIÓN (CIUP)



consorcio
de investigación económica

LIMA - PERÚ
1994

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

39381

UNIVERSIDAD DEL PACIFICO
BUP - CENDI

**EL PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN PERUANO:
EVALUACIÓN DEL PERÍODO 1991-1993**

Julio Velarde

Martha Rodríguez

1a. Edición: junio 1994

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

Velarde, Julio

El programa de estabilización peruano : evaluación del período 1991-1993 / Julio Velarde y Martha Rodríguez. -- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1994. (Documento de Trabajo ; 18)

/POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN/POLÍTICA ECONÓMICA /INFLACIÓN/PERÚ/

338.98(85) (CDU)

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

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

Derechos reservados conforme a Ley.

ÍNDICE

Introducción	9
1. La situación económica a febrero de 1991	10
2. La política macroeconómica del ministro Boloña ...	12
2.1 Febrero 1991 - junio 1991: indefiniciones de corto plazo <i>versus</i> profundización de la liberalización	18
2.2 Julio 1991 - noviembre 1991: recuperación del control monetario y reducción de la inflación	24
2.3 Diciembre 1991 - abril 1992: el desmanejo tributario ..	28
2.4 Abril 1992 - diciembre 1992: recesión, más reformas estructurales y retroceso en re inserción	31
3. La gestión del ministro Camet	36
4. Lecciones y perspectivas	40
Bibliografía	44

ÍNDICE DE CUADROS

1.	Principales indicadores macroeconómicos de la gestión de Hurtado Miller	13
2.	Principales medidas del período de Boloña	14
3.	Principales indicadores macroeconómicos de la gestión de Boloña	22
4.	Precios públicos de fin de período: enero 1991 - julio 1991	23
5.	Tasas de interés: enero 1991 - julio 1991	25
6.	Cartera pesada: 1991 - 1992	33
7.	Principales indicadores macroeconómicos de la gestión de Camet	38

Introducción*

Después de tres años y medio de aplicado el programa económico de agosto de 1990 se ha logrado reducir significativamente la inflación, se han liberalizado en gran medida los mercados y se ha iniciado un proceso ambicioso de privatización, dentro de un amplio marco de reformas estructurales.

Si bien la tasa de inflación, durante el segundo semestre de 1993 se ha situado alrededor del 2% mensual, el proceso de desinflación ha sido relativamente lento. De otro lado, después de una leve mejora en el nivel de actividad económica, observada a los tres meses de aplicado el shock inicial, la economía se estancó para luego experimentar una fuerte recesión en 1992, recuperándose recién en 1993.

A esto se suma la persistencia de una relativa sobrevaluación de la moneda nacional y de los altos niveles de las tasas de interés, todo ello dentro de una elevada dolarización de la economía. Asimismo, aun cuando se ha logrado aumentar la recaudación fiscal y mejorar la administración tributaria, persisten algunos impuestos ineficientes que reducen la competitividad de las actividades económicas.

Hay quienes sugieren que la gestión de Hurtado Miller marcó la etapa de la estabilización, mientras que la administración de Boloña fue la etapa de las reformas estructurales. Esta percepción es parcialmente cierta, en el sentido que las políticas puestas en marcha por el Primer Ministro de Economía estuvieron fundamentalmente orientadas a eliminar los desequilibrios macroeconómicos, mientras que las del segundo se centraron en el proceso

* Agradecemos la eficiente colaboración de Juan Mendoza Pérez como asistente de investigación.

de liberalización y de privatización. Sin embargo, ni la estabilización ni las reformas han concluido.

Las explicaciones más difundidas en el país, sobre los problemas que se han presentado, se han centrado en la falta de gerencia del programa económico. Existe amplia coincidencia en la orientación del mismo, pero se ha criticado el manejo de corto plazo y la propia administración de las reformas.

Estas deficiencias en la gerencia del programa, aunque no se han hecho lo suficientemente explícitas, tienen que ver con la descoordinación entre las políticas fiscal monetaria y cambiaria, y con las frecuentes reversiones de medidas. Estos errores no solamente han afectado directamente ciertas variables económicas fundamentales sino que han menguado la credibilidad en el programa económico. A esto se agregan factores exógenos de carácter político que también han tenido repercusiones negativas en los resultados económicos.

Durante la gestión del ministro Camet, iniciada en enero de 1993, se han superado parte de los problemas que se habían advertido hasta el primer trimestre de dicho año, obteniéndose resultados bastante mejores que en los años anteriores.

En el presente trabajo se pretende identificar y analizar los determinantes de los resultados de la política macroeconómica durante la gestión del ministro Carlos Boloña que se inicia el 15 de febrero de 1991 y termina con su renuncia el 31 de diciembre de 1992; así como los desarrollos recientes ocurridos durante la administración de Camet.

1. La situación económica a febrero de 1991

Después de los primeros resultados positivos, luego de la aplicación del programa de estabilización de agosto de 1990, entre diciembre de este año y febrero de 1991 existía una sensación de desconcierto entre los agentes económicos. Las coordinaciones entre el Banco Central y el Ministerio de Economía que habían funcionado relativamente bien durante los primeros tres meses del programa se habían deteriorado, mientras que el Ministro de Industria en abierta discrepancia con la política económica llegó a presentar un programa alternativo. De otro lado, se percibían signos de un rebrote

inflacionario, mientras que se agudizaba la recesión, dentro de un cuadro de altas tasas de interés y de retraso cambiario. Esta situación afectó la popularidad del gobierno y terminó con la salida del Ministro de Economía y del Ministro de Industria.

El programa de estabilización puesto en marcha el 8 agosto de 1990, a pesar de algunos errores, había funcionado bastante bien hasta octubre de ese año. Este programa de shock tuvo como objetivo central la reducción drástica de la inflación. Para ello se buscó eliminar los desequilibrios fundamentales de la economía y revertir radicalmente las expectativas inflacionarias¹.

De esta manera se cerró la brecha fiscal mediante un programa fiscal de emergencia que incluyó la instauración de impuestos de rápida recaudación, y la elevación significativa de los precios públicos; y se unificó el tipo de cambio estableciéndose un sistema de flotación administrada. Por otro lado, se liberaron las tasas de interés, al mantenerse los elevados topes existentes. Se eliminó la mayor parte de las restricciones paraarancelarias y de las exoneraciones arancelarias y de otros impuestos.

El Banco Central inició sus compras de divisas en el mercado interbancario subiendo paulatinamente el tipo de cambio hasta llegar a una meta preestablecida (450 mil intis por dólar). De esta manera se favoreció una rápida remonetización de la economía, mientras que se indujo una deflación de 30% que duró cerca de un mes.

El drástico ajuste inicial contrajo la liquidez real de la economía, llevando a una severa recesión que se comenzó a revertir a los tres meses de aplicado el shock. Asimismo, en setiembre se iniciaron las negociaciones con los organismos multilaterales, con los que se había roto relaciones durante el gobierno anterior.

Sin embargo, el retraso en la realización de la proyectada reforma fiscal, la reanudación de los pagos corrientes de deuda externa y la ausencia de una

1. Para una discusión del programa económico aplicado en agosto de 1990, ver Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Serie Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), 1992.

eficiente labor de administración tributaria, impidieron que el equilibrio fiscal se consolidara. Fue así como el gobierno decidió aplicar un segundo shock de precios públicos en diciembre de 1990. Por otro lado, el Banco Central no actuó oportunamente sobre un mejor control monetario, después de la remonetización inicial.

Todo esto sumado a las indefiniciones sobre la nueva estructura arancelaria, truncaron el proceso de deflación e indujeron a una reaparición de las presiones inflacionarias. Así por ejemplo, la tasa de inflación promedio mensual, que se había logrado reducir a 5.9% en noviembre, saltó a 23.7% en diciembre y a 17.8% en enero de 1993. En el Cuadro No. 1 se muestran los principales indicadores económicos durante la gestión de Hurtado Miller.

Los primeros meses de 1991 prosiguieron en medio de descoordinaciones del equipo económico y conflictos entre los Ministros de Economía y de Industria. Es en este contexto que ingresa al Gabinete el ministro Carlos Boloña, un tecnócrata ligado a la comunidad financiera internacional.

2. La política macroeconómica del ministro Boloña

Se pueden distinguir cuatro etapas durante la gestión de Boloña, en cuanto al manejo de corto plazo. La primera, que abarca desde su ingreso al gobierno el 15 de febrero de 1991 hasta junio de 1991, se caracterizó por una profundización de las reformas estructurales en desmedro de la atención a las políticas de estabilización. La segunda, desde julio hasta noviembre de 1991, en la que se recuperó el control sobre el manejo de corto plazo. La tercera etapa, en la cual la política fiscal y de precios públicos se torna desordenada, comprendería de enero de 1992 hasta el golpe de Estado del 5 de abril. Mientras que la cuarta incluiría el período comprendido entre abril y diciembre de 1992, durante la cual se produjeron errores en la política monetaria y fiscal y en la que la situación política tuvo una influencia negativa sobre la marcha económica. En el Cuadro No. 2 se resumen las principales medidas durante la gestión de Boloña.

Cuadro No. 1

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS DE LA GESTIÓN DE HURTADO MILLER

Indicadores	1990				1991	
	Agosto	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Feb.
PBI 1/	100.0	90.9	93.9	101.0	108.7	103.5
Inflación mensual (en %)	397.0	13.8	9.6	5.9	23.7	17.8
Ingresos corrientes del gobierno central 3/	44.4	86.1	86.3	112.5	97.7	108.1
Gasolina de 84 octanos 2/	100	88	80	76	100	85
Liquidez nominal en M/N del SF 4/	120.5	75.1	28.8	11.9	10.6	-8.1
Emisión 4/	179.9	81.6	33.6	6.3	2.3	1.2
Depósitos en moneda extranjera 5/	663	697	838	934	1031	1168
Reservas internacionales netas 6/	142	427	565	572	531	451
Tipo de cambio real multilateral 1/	100.0	121.2	115.9	105.6	105.7	92.0
Tipo de cambio nominal (S/ por US\$) 7/	0.32	0.43	0.44	0.44	0.52	0.53

Notas:

- 1/ Índice real (Agosto 1990 = 100).
 2/ Índice real (31 de agosto = 100).
 3/ En millones de soles de agosto de 1990.
 4/ Variación porcentual nominal mensual de fin de período.
 5/ En los bancos comerciales (fin de período; millones de dólares).
 6/ Reservas del Banco Central (fin de período; millones de dólares).
 7/ Tipo de cambio nominal bancario promedio del período.

Fuente: Banco Central de Reserva de Perú, *Nota Semanal*, varios números, Lima.

Elaboración propia.

Cuadro No. 2

PRINCIPALES MEDIDAS DEL PERÍODO DE BOLOÑA

Política fiscal y tributaria

- Se dispone que hasta el 31.12.91 las empresas estatales contribuirán al fisco con el 2% del monto de sus planillas (marzo 1991).
- Se aumenta las moras y multas por incumplimiento tributario (abril 1991).
- Se reduce del 1% al 0.75% la tasa del impuesto a los débitos (abril 1991).
- Se declara en reorganización la SUNAT hasta el 30.12.91 (mayo 1991).
- Se grava con una tasa del 15% las comisiones y otros ingresos de las instituciones financieras (julio 1991).
- Se crea una contribución de 1% y de una sola vez sobre la propiedad de acciones (julio 1991).
- Se aprueba la nueva ley del IGV y del ISC. Se incrementa la tasa del IGV de 12 a 14%, con lo que la tasa total del impuesto, incluyendo el IPM, llega a 16% (agosto 1991).
- Se crea la Unidad de Referencia Tributaria (URT) en reemplazo de la UIT (diciembre 1991).
- Se reduce del 0.75% al 0.40% el impuesto a los débitos (diciembre 1991).
- Entre el 01.03.92 y hasta el 31.08.92, se grava los intereses pasivos en M/E con la tasa del 20% (febrero 1992).
- Se aumenta el impuesto a los honorarios profesionales del 5% al 10% (febrero 1992).
- Se suspende hasta el 31.08.92 varias exoneraciones al IGV. Asimismo, se incrementa las tasas del ISC a numerosos productos y servicios (febrero 1992).
- Se elimina temporalmente, hasta el 31.08.92, la mayor parte de las exoneraciones del IGV (febrero 1992).
- Se incrementa en 3% el FONAVI a cargo del empleador (febrero 1992).
- Se eleva la tasa del IGV de 14% a 16%. Esta tasa sumada al 2% del IPM representa una tasa total de 18% (febrero 1992).
- Se mantiene el IGV a los huevos, las carnes y despojos comestibles y el arroz. Se restituye las exoneraciones a los otros alimentos (marzo 1992).
- Se da normas más severas contra la evasión tributaria (marzo 1992).
- Se suspende la aplicación del impuesto a los débitos (marzo 1992).
- Se liberaliza los precios del petróleo residual y del gas licuado (abril 1992).
- Se exonera de todo tributo hasta el 31.12.92 a todo tipo de fusión empresarial (julio 1992).
- Se anuncia una línea de crédito por 100 millones de dólares, así como una transferencia de cartera de igual monto de estas instituciones al tesoro (agosto 1992).
- Se deroga tributos menores y de escasa recaudación (setiembre 1992).
- Se dispone la inscripción en el "Registro Único de Contribuyentes" (setiembre 1992).

(continúa)

(continuación)

- Se aprueba el nuevo texto del IGV e ISC. (octubre 1992).
- Se promulga el nuevo texto del Código Tributario (noviembre 1992).
- Se establece el BERT (noviembre 1992).
- Se establece la tasa del IPM en las operaciones exoneradas del IGV en 18% (diciembre 1992).
- Se deroga el ISC a los intereses y a los débitos bancarios y se traslada el IGV a varios servicios antes cubiertos por el ISC (diciembre 1992).
- Se elimina las exoneraciones al IGV en la Amazonía y zonas de frontera y de diversos productos (diciembre 1992).
- Se aprueba la Ley de Racionalización del Sistema Tributario (diciembre 1992).

Política monetaria y crediticia

- Se decreta que el encaje marginal en M/N será de 15% (febrero 1991).
- Se decreta la libre contratación de reaseguros en el Perú o en el extranjero (marzo 1991).
- Se promulga la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros (abril 1991).
- Se eleva el encaje marginal en M/E de 30% a 50% (agosto 1991).
- Se eleva el encaje marginal en M/N de 15% a 40% (agosto 1991).
- A partir del segundo semestre de 1991 el Banco Central introduce un conjunto de redescuentos, pagarés y letras afianzadas.
- Se eleva el encaje marginal en M/E de 50% a 60% (setiembre 1991).
- Se reduce el encaje marginal en M/N de 40% a 25% (setiembre 1991).
- Se reduce el encaje marginal en M/N de 25% a 15% (setiembre 1991).
- Se reduce el encaje marginal en M/E de 60% a 50% (octubre 1991).
- Se interviene la Banca de Fomento, se decreta su fusión y la creación de un Banco de Fomento Nacional (noviembre 1991).
- A partir de 1991 se interviene y disuelve una serie de instituciones financieras principalmente mutuales.
- Se restringe las funciones de COFIDE (noviembre 1991).
- Se reduce el encaje marginal en M/N del 15% al 5% (enero 1992).
- El Banco Central empieza a utilizar los Certificados de Depósito del Banco Central para sus operaciones de esterilización (junio 1992).
- Se establece el régimen de las Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (agosto 1992).
- Se establece que el BCR incrementará en dos puntos porcentuales la remuneración de los fondos de encaje en M/E (agosto 1992).
- Se dicta la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva (diciembre 1992).
- Se dicta la nueva Ley Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (diciembre 1992).

Sector externo

- Nueva reducción arancelaria. Se establecen sólo dos niveles: 15 y 25% (marzo 1991).
- Se eliminan diversas restricciones administrativas a la importación. Se disuelve diversas comisiones de comercio exterior. Se inicia la disolución del ICE (marzo 1991).

(continúa)

(continuación)

- Se libera completamente el mercado cambiario (marzo 1991).
- Se anuncia la devolución de impuestos a los exportadores no tradicionales (marzo 1991).
- Se inicia la liquidación de la Comisión Controladora de Trabajo Marítimo, así como la reorganización de ENAPU (marzo 1991).
- Se elimina el monopolio estatal en la importación de insumos y productos alimenticios (marzo 1991).
- Se autoriza la importación de vehículos y equipo usado (marzo 1991).
- Se dispone el establecimiento de sobretasas compensatorias a los productos agrícolas importados (marzo 1991).
- Se simplifica considerablemente los requisitos documentarios para los trámites de comercio exterior (junio 1991).
- Se declara de interés nacional la disolución de la Comisión Controladora de Trabajo Marítimo (agosto 1991).
- Se dispone que las exportaciones de bienes están libres de todo tributo. Sólo se mantiene, hasta el 31 de diciembre de 1991, el impuesto a la exportación tradicional (setiembre 1991).
- Se declara de interés nacional la creación y establecimiento de zonas francas industriales y turísticas y de zonas de tratamiento especial (noviembre 1991).
- Se da la nueva Ley General de Aduanas (noviembre 1991).
- Se otorga el beneficio del Drawback sobre el IGV a los exportadores no tradicionales (marzo 1992).
- Se extiende el beneficio Drawback sobre el IGV a los exportadores tradicionales (agosto 1992).
- El Perú suspende hasta el 31 de diciembre de 1993 su participación en el Grupo Andino (agosto 1992).
- Se deroga todas las disposiciones que se opongan a la importación de bienes usados (octubre 1992).
- Se promulga la nueva Ley Orgánica de la Superintendencia General de Aduanas (diciembre 1992).

Política de promoción de la inversión y de reducción del Estado

- Se elimina el monopolio de prenda agrícola del Banco Agrario (marzo 1991).
- Se suscribe el MIGA (abril 1991).
- Se declara en estado de disolución y liquidación a ECASA (abril 1991).
- Se liberaliza las tarifas y rutas de transporte urbano (julio 1991).
- Se dicta la Ley de Compensación por Tiempo de Servicios (agosto 1991).
- Se promulga la Ley de Promoción de la Inversión en el Sector Agrícola (agosto 1991).
- Se elimina el monopolio de PetroPerú en sus operaciones (agosto 1991).
- Se reglamenta el proceso de renuncia voluntaria en las empresas del Estado (agosto 1991).
- Se aprueba la Ley de Promoción a la Inversión Privada en las Empresas del Estado (setiembre 1991).
- Se promulga la Ley de Inversión Extranjera (setiembre 1991).
- Se decreta el programa Migración-Inversión (setiembre 1991).
- Se dolariza gran parte de la cartera del Banco Agrario (setiembre 1991).

(continúa)

(continuación)

- Se flexibiliza la estabilidad laboral (octubre 1991).
- Se da la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada (noviembre 1991).
- Se promulga la Ley de Promoción de Inversiones en el Sector Minero (noviembre 1991).
- Se dicta la Ley de Fomento del Empleo que flexibiliza aun más la estabilidad laboral (noviembre 1991).
- Se da un conjunto de decretos legislativos que promueven la inversión privada y que liberan los mercados (noviembre 1991).
- Se crea el sistema privado de pensiones (noviembre 1991).
- Se empieza a nombrar los comités de privatización en las empresas estatales (febrero 1992).
- Se reglamenta la Ley de Promoción de la Inversión Privada en las Empresas del Estado (julio 1992).
- Se publica la Ley de Relaciones Colectivas de Trabajo (julio 1992).
- Se publica el Reglamento de los Regímenes de Garantía a la Inversión Privada (octubre 1992).
- Se aprueba los convenios complementarios al MIGA (octubre 1992).
- Se aprueba el OPIC (noviembre 1992).
- Entre junio de 1991 y noviembre de 1992 el Estado se deshace de su participación en: Sogewiese Leasing S.A., Cía. Minera Buenaventura, Cía. Minera Condestable, Banco de Comercio, Industrias Navales S.A., Química del Pacífico (Quimpac), Solgas, Minpeco USA y HierroPerú. Entre junio y agosto se completa la venta de 75 grifos de PetroPerú y de diversos equipos y vehículos de EnatruPerú. Además, en noviembre de 1992 se vende el yacimiento de Quellaveco.
- Se aprueba el reglamento de funcionamiento de las administradoras privadas de fondos de pensiones (diciembre 1992).

2.1 Febrero 1991 - junio 1991: indefiniciones de corto plazo *versus* profundización de la liberalización

El ministro Boloña, que asumió el cargo el 15 de febrero, anunció su programa económico recién el 11 de marzo. El conjunto de políticas anunciadas resultaron sorpresivas, en la medida en que los agentes económicos de alguna manera esperaban los típicos paquetes de medidas de gobiernos anteriores, en los que generalmente se trataban de corregir retrasos en precios. En este caso, al no requerirse este tipo de correcciones, pues éstas se habían realizado en lo fundamental en agosto de 1990, se produjo una reacción favorable en la población.

Las medidas decretadas estuvieron más bien orientadas a la profundización de la liberalización de los mercados, particularmente en el sector de comercio exterior y en el financiero².

La apertura comercial que se había iniciado con Hurtado Miller fue ampliada. En setiembre de 1990 se había fijado una estructura arancelaria que comprendía tres tasas de 15%, 25% y 50%, imponiéndose una sobretasa temporal del 10% hasta diciembre para los dos últimos casos. En noviembre se eliminó la sobretasa y se anunció además un cronograma de reducciones semestrales para los siguientes cuatro años, esperándose llegar a una tasa única de 15% en enero de 1995.

Este cronograma fue dejado de lado, y en su lugar se establecieron sólo dos tasas de 15% y de 25%, eliminándose las pocas exoneraciones y restricciones para arancelarias que quedaban y se eliminó el monopolio estatal de la importación de alimentos. El 80% de las partidas arancelarias se ubicaron en la tasa de 15%, con lo cual la protección efectiva promedio del sector manufacturero se redujo del 44% al 24%, y para el conjunto de la producción, de 17.2% a 12.7%³.

2 Para una discusión sobre las implicancias de la liberalización comercial y financiera ver Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Serie Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), 1992.

3. Ver Rossini, Renzo, "Liberalización comercial y estabilización económica", en *Foro Económico*, Lima: 1991.

Simultáneamente se decretó la liberalización total del mercado cambiario. Se eliminó el requerimiento de entrega de divisas al Banco Central por parte de los exportadores, se eliminaron los topes a las tasas de interés activas y pasivas para las operaciones en moneda extranjera y se estableció el libre movimiento de capitales entre el país y el exterior. Se decretó que el tipo de cambio sería determinado por la oferta y la demanda, con intervención del Banco Central.

Asimismo, se avanzó en la liberalización del mercado laboral, flexibilizándose las modalidades de contratación y las causales de despido. Se introdujeron reformas de las aduanas y puertos, privatizándose algunas de sus actividades, y se liberalizó el servicio de transporte urbano e interurbano. De otro lado, luego de una vigencia de 22 años de la Ley de Reforma Agraria, se dictaron dispositivos orientados no sólo a asegurar mejor los derechos de propiedad privada en el campo, sino que se eliminó el monopolio sobre la prenda agrícola que tenía el Banco Agrario, y se liberó la comercialización de tierras para parcelas mayores a 5 ha, permitiendo además que personas jurídicas pudieran ser propietarias de tierras.

Asimismo, se dieron medidas para la promoción de la inversión privada nacional y extranjera, liberalizándose plenamente la remisión de utilidades y suscribiéndose el convenio con el MIGA. Se dictó una nueva Ley de Bancos con el objeto de permitir la modernización del mercado financiero, permitiendo la banca múltiple y prohibiendo el tratamiento preferencial a cualquier institución financiera. Finalmente se inició un proceso lento de reforma del Estado y de privatización de las empresas públicas.

Todas estas medidas que estaban en línea con el programa económico inicial generaron expectativas positivas entre los agentes económicos. La profundización de la apertura comercial ayudaba al control de la inflación, mientras que las medidas de liberalización y las reformas buscaban sentar las bases para un crecimiento económico sostenido. Sin embargo, el monitoreo del programa de corto plazo fue relegado a un segundo plano, lo cual resultaba contraproducente en la medida en que la estabilización todavía no estaba consolidada.

Se tuvo la creencia excesivamente optimista de que la liberalización de los mercados y el mantenimiento del equilibrio fiscal eran las condiciones necesarias y suficientes para estabilizar la economía, no otorgándose

importancia a la necesidad de establecer anclas nominales que permitieran guiar las expectativas inflacionarias.

Fue así como los precios públicos se retrasaron, y continuaron las descoordinaciones entre el Ministerio de Economía, el Banco de la Nación y el Banco Central. De esta manera, la política monetaria terminó siendo bastante errática, generándose fluctuaciones indeseadas en la cantidad de dinero.

Frente a la significativa expansión monetaria de los primeros meses de aplicado el programa inicial, y los incrementos significativos de los precios públicos en diciembre de 1990, el Banco Central programó una política monetaria-cambiaría que ponía un mayor énfasis en las metas de expansión de la base monetaria. De esta manera se buscaba consolidar la lucha anti-inflacionaria y neutralizar las expectativas de mayor inflación que se generaron a raíz del paquete de diciembre.

Para este fin, el BCRP diseñó un programa monetario que consistía en la fijación mes a mes de tasas más conservadoras de expansión de la base monetaria, teniendo en consideración que se intervendría para evitar fluctuaciones significativas en el tipo de cambio. Es decir, se privilegió la meta monetaria sobre la cambiaría.

Sin embargo, el Instituto Emisor no pudo cumplir con sus objetivos. Influyeron sobre este resultado la falta de liderazgo de la autoridad monetaria, la poca experiencia del BCRP en aplicar una política monetaria activa diferente a las políticas más bien pasivas del pasado, la menor importancia asignada a las políticas de corto plazo por parte del Ministro de Economía y, por último, las descoordinaciones resultantes entre la política fiscal y monetaria.

Fue así que la emisión monetaria fluctuó entre 1.2% y 13.4% entre enero y junio, a pesar de que se habían programado metas de emisión mensual relativamente estables. Esta variabilidad de la base monetaria se vio amplificada en la evolución de la liquidez en moneda nacional. Las variaciones en la cantidad de dinero fluctuaron entre -8.1% en enero y 21.2% en marzo. Este último resultado respondió a las significativas variaciones del multiplicador de la base monetaria, que se originaron por

el manejo de los recursos del Banco de la Nación. Es decir, esta institución, al no canalizar adecuadamente los ingresos tributarios, generó significativas fluctuaciones en el sobreencaje, las cuales no pudieron ser contrarrestadas por el Banco Central.

La falta de coordinación entre el BCRP y el Banco de la Nación no sólo se reflejó en fluctuaciones indeseadas en la cantidad de dinero, sino también en el tipo de cambio. Estas descoordinaciones aunadas a la ausencia de instrumentos de control monetario resultaron en una indefinición entre la meta monetaria y la meta cambiaria, no obstante que el BCRP había privilegiado la primera. En el Cuadro No. 3 se muestran los principales indicadores macroeconómicos durante el período de Boloña.

De otro lado, la política de precios públicos fue también errática. Así por ejemplo, los precios de la gasolina de 84 octanos se mantuvieron congelados desde el ingreso del ministro Boloña hasta abril, cuando subieron en 5.5%. Luego en mayo se reajustaron en 3.4%, después de un preanuncio que creó expectativas de incrementos mayores. Durante junio estos precios se incrementaron dos veces, en 5% y 18.3% respectivamente, no subiendo durante todo el mes de julio. Un comportamiento similar se observó en el resto de precios públicos (ver Cuadro No. 4).

Terminado el primer semestre de 1991, los precios públicos habían crecido por debajo de la inflación y del tipo de cambio. Adicionalmente, no se logró poner en marcha la reforma tributaria, con lo cual el equilibrio fiscal se mantenía en una situación precaria. Sin embargo, finalmente en mayo se inició la reorganización de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT), con el fin de mejorar la administración de los impuestos.

Como resultado, hacia mediados de 1991, las tasas de inflación se mantuvieron relativamente altas, fluctuando entre el 5.8% y el 9.4% mensual, excluyendo el mes de enero en que ésta llegó a 17.8% por el efecto de arrastre de los ajustes de precios públicos de diciembre. Asimismo, se incrementó la sobrevaluación de la moneda nacional, se truncó la incipiente reactivación de la economía, el superávit de la balanza comercial comenzó a declinar, mientras que se observaba un rebrote de las expectativas inflacionarias.

Cuadro No. 3
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS DE LA GESTIÓN DE BOLONA

Indicadores	1991												1992											
	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
PIB ^{1/}	99.0	104.1	120.7	123.5	117.5	120.3	115.0	111.1	112.1	112.0	111.5	104.9	100.7	107.0	111.5	116.5	114.1	111.6	108.3	105.9	108.1	108.3	115.8	
Inflación mensual (en %) 3/	9.4	7.7	5.8	7.6	9.3	9.1	7.2	5.6	4.0	4.0	3.7	3.5	4.7	7.4	3.2	3.4	3.6	3.5	2.8	2.6	3.6	3.5	3.8	
Gastos corrientes del gobierno central 3/	7.7	6.7	8.6	6.8	6.1	7.6	6.7	8.1	8.0	7.7	8.0	8.3	8.5	8.6	9.1	7.9	8.0	8.3	8.7	8.7	8.9	9.0	8.3	
Gasolina de 84 octanos 2/	7.7	7.2	7.1	6.8	6.9	7.2	7.4	7.7	7.8	7.8	7.6	7.3	7.0	6.5	6.6	6.7	6.6	6.5	6.4	6.5	6.5	6.3	6.3	
Liquidez nominal en MN del SF 4/	14.8	12.2	12.5	6.1	8.8	7.8	6.1	10.1	6.6	5.3	12.6	0.0	6.6	3.1	5.1	2.1	1.5	11.3	-0.4	1.9	1.7	2.4	14.0	
Emisión 4/	6.9	13.4	3.9	1.5	9.3	7.3	8.1	4.0	3.7	3.5	7.3	2.5	2.4	3.0	3.4	4.2	4.6	5.5	3.6	3.5	2.0	4.4	0.0	
Depósitos en moneda extranjera 5/	122.6	130.0	139.6	164.1	178.3	196.8	209.8	215.3	224.5	239.9	253.9	268.5	274.0	272.5	248.9	253.8	260.3	265.1	264.2	280.7	238.5	295.9	304.5	
Reservas internacionales netas 6/	41.9	49.9	5.99	62.3	75.4	80.2	90.0	94.4	101.4	115.5	130.4	135.5	139.8	141.5	132.6	141.8	157.8	167.0	167.9	184.6	184.2	185.7	200.1	
Reservas de cambio real multilateral 1/	86.6	80.8	84.4	97.9	93.9	84.5	76.7	73.7	82.2	89.3	84.5	82.1	77.1	69.6	72.8	78.8	80.6	82.8	84.5	88.5	95.3	93.3	91.0	
Tipo de cambio nominal (S./ por US\$) 7/	0.55	0.56	0.63	0.79	0.85	0.82	0.80	0.80	0.92	1.02	1.00	0.99	0.98	0.96	1.02	1.13	1.18	1.24	1.29	1.37	1.55	1.62	1.63	

Notas:

- 1/ Índice real (Agosto 1990 = 100).
- 2/ Índice real (31 de agosto de 1990 = 100).
- 3/ En millones de soles de agosto de 1990.
- 4/ Variación porcentual nominal mensual de fin de período.
- 5/ En los bancos comerciales (fin de período, millones de dólares).
- 6/ Fin de período (millones de dólares).
- 7/ Tipo de cambio nominal bancario promedio del período.

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

Elaboración propia.

Cuadro No. 4

PRECIOS PÚBLICOS DE FIN DE PERÍODO: ENERO 1991 - JULIO 1991
(Variación porcentual nominal)

Bien o servicio	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.
Agua potable (servicio doméstico)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	83.8	0.0
Teléfono (llamada local)	43.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Electricidad							
Tarifa social hasta 30 Kw/h	22.7	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0	33.3
Tarifa doméstica hasta 100 Kw/h	21.2	0.0	0.0	0.0	0.0	20.1	27.7
Tarifa doméstica hasta 180 Kw/h	26.9	0.0	0.0	0.0	0.0	20.1	27.6
Gasolina de 84 octanos	0.0	0.0	0.0	5.5	3.4	24.2	0.0

Fuente: Apoyo S.A.

Elaboración propia.

La eliminación de los controles de las tasas de interés en moneda extranjera que se habían mantenido hasta el ingreso del ministro Bolofía provocó una elevación de las mismas, así como también las de moneda nacional (ver Cuadro No. 5). Estas mayores tasas de interés en un contexto de liberalización financiera reforzaron el proceso de ingreso de capitales del exterior, lo cual influyó en la sobrevaluación de la moneda nacional, al no poder el Banco Central absorber todas las divisas para evitar una enorme expansión de la cantidad de dinero.

2.2 Julio 1991 - noviembre 1991: recuperación del control monetario y reducción de la inflación

Frente a estas circunstancias el Banco Central adoptó una acción más decidida para tratar de relanzar el programa de estabilización, con el objeto de reducir la inflación. A manera de emergencia, por el lapso de un mes, se hizo cargo de la Gerencia General un director y se diseñó un conjunto de medidas que deberían ser puestas en marcha en forma coordinada por la autoridad monetaria y el Ministerio de Economía.

Las medidas consistían en fijar metas decrecientes para la expansión de la base monetaria, las que irían acompañadas de una política de incrementos también decrecientes de los precios públicos. De esta manera se buscaba no solamente evitar excesos de oferta de dinero sino también guiar de alguna manera las expectativas de inflación.

Para facilitar el control monetario y evitar una mayor sobrevaluación de la moneda nacional, se incrementaría el encaje marginal en moneda extranjera y se introducirían papeles financieros del BCRP, y se aplicaría una política más activa de redescuentos.

Entre los meses de mayo y julio se había alcanzado una inflación anualizada de 171%, lo cual había generado expectativas inflacionarias y había afectado la credibilidad en el programa económico. En esta situación se optó por un ancla monetaria para inducir una reducción de la inflación más rápida. Sin embargo, la disminución de la tasa de emisión debía ser firme pero gradual, para evitar altos costos recesivos y una mayor apreciación cambiaria.

Cuadro No. 5

TASAS DE INTERÉS: ENERO 1991 - JULIO 1991^{1/}

Mes	Moneda nacional ^{2/}		Moneda extranjera ^{3/}	
	Activa ^{4/} TAMN ^{5/}	Ahorro TIPMN ^{5/}	Activa ^{6/} TAMEX ^{5/}	Ahorro TIPMEX ^{5/}
Enero	17.41	n.d.	15.16	7.18
Febrero	22.17	n.d.	16.59	6.43
Marzo	23.75	n.d.	17.34	6.74
Abril	18.73	19.07	20.80	8.40
Mayo	14.94	15.40	20.47	9.18
Junio	17.10	17.47	20.21	9.51
	18.20	18.32	21.00	11.23
				8.64

Notas:

- 1/ Tasas efectivas promedio simple del período.
- 1/ Tasas efectivas promedio simple del período.
- 2/ En términos mensuales.
- 3/ En términos anuales.
- 4/ En préstamos de hasta 360 días.
- 5/ Tasas promedio ponderado por saldos de cada modalidad:
TAMN: Tasa activa en moneda nacional.
TIPMN: Tasa pasiva en moneda nacional.
- TAMEX: Tasa activa en moneda extranjera.
TIPMEX: Tasa pasiva en moneda extranjera.
- 6/ Tasa de los sobregiros.

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

El incremento del encaje marginal en moneda extranjera era una medida de emergencia orientada a esterilizar parte del masivo ingreso de capitales del exterior en el corto plazo. De esta manera, el Banco Central evitaría tener que emitir dinero en forma significativa para evitar una mayor sobrevaluación de la moneda nacional. La introducción de papeles y de redescuentos no sólo permitiría calibrar mejor la expansión monetaria de acuerdo a las metas, sino también introducir mayor competencia en el mercado financiero, para inducir a una disminución gradual de las tasas de interés.

Estas medidas debían ser anunciadas por el Ministro de Economía, con el objeto de recuperar la credibilidad en el programa y contrarrestar las expectativas inflacionarias.

Las medidas fueron puestas en marcha, aunque con algunas variantes. Así, a mediados de agosto se elevó el encaje marginal en moneda extranjera de 30% a 50%, y luego a 60% a fines de dicho mes. También se aumentó el encaje marginal en moneda nacional, medida que al poco tiempo fue revertida por inadecuada.

Se fijaron tasas decrecientes de aumento de la emisión de 6% en julio hasta 3% en diciembre, las que se cumplieron en gran medida hasta noviembre. Sin embargo, la emisión en diciembre subió en 7.3%, no sólo para responder el incremento estacional de la demanda por circulante sino también por descoordinaciones entre el Banco de la Nación y el Banco Central. Este último adquirió divisas en el mercado interbancario que deberían ser compradas por el Tesoro, y que finalmente no compró.

Asimismo, se logró un manejo más ordenado de los precios públicos, en concordancia con las metas monetarias y de inflación decrecientes.

A juzgar por los resultados, las expectativas mejoraron no sólo por la recuperación del liderazgo en las políticas de estabilización sino por la concreción de las renegociaciones de la deuda externa en setiembre. En este mes, el Fondo Monetario Internacional aprobó el programa económico de referencia 1991-1992, se limpiaron los atrasos con el Banco Interamericano de Desarrollo, y se culminaron las negociaciones con el Banco Mundial y con el Club de París.

El programa de referencia establecía que el país, contra el cumplimiento de metas macroeconómicas trimestrales, durante un año, se hacía acreedor a una

acumulación de derechos que servirían para limpiar los atrasos con este organismo. Un programa similar se acordó con el Banco Mundial, contra reformas estructurales que en gran medida ya se habían realizado. De igual manera, se cancelaron los atrasos con el Banco Interamericano de Desarrollo, el que otorgó de inmediato un préstamo sectorial por US\$ 425 millones contra la reforma comercial, del cual se desembolsó US\$ 325 millones (US\$ 100 millones serían desembolsados posteriormente como cofinanciamiento de Japón). Asimismo se renegoció con el Club de París bajo condiciones ventajosas.

Los resultados de las medidas durante este período fueron en general positivos. La tasa de inflación mensual que se situó en 9.1% en julio descendió gradualmente hasta llegar a 3.7% en diciembre, la más baja desde la implementación del programa de estabilización. De igual manera se observó una leve recuperación en la actividad económica.

De otro lado, las tasas de interés en moneda nacional siguieron una tendencia decreciente. Por ejemplo, las tasas activas promedio para moneda nacional disminuyeron de 19% mensual en julio a 9.9% en diciembre. Sin embargo, las tasas promedio activas para moneda extranjera se elevaron de 21% a 23.2% anual en el mismo período.

Al haberse privilegiado el control monetario, los agentes económicos en cierta medida percibieron que el tipo de cambio podría caer, en cuyo caso las altas tasas de interés en moneda nacional resultaban aún mayores en términos de moneda extranjera, por lo cual prefirieron tomar créditos en dólares y cancelar sus deudas en moneda nacional. Esto, adicionado al incremento en el encaje en moneda extranjera, propició una ligera elevación de las tasas de interés en dólares.

En lo que respecta al tipo de cambio real, se mantuvo la sobrevaluación de la moneda nacional, como resultado en gran medida del persistente ingreso de capitales. Los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario se incrementaron a un ritmo promedio mensual de alrededor de US\$ 130 millones. Esta entrada de divisas permitió al Banco Central una acumulación de reservas de US\$ 550 millones durante el segundo semestre, y financió los déficit en cuenta corriente. De otro lado, se observó un continuo deterioro de la balanza comercial. Los decrecientes superávit que se vinieron produciendo a partir del segundo trimestre de 1990, se tornaron en déficit crecientes a partir del tercer trimestre de 1991.

Otro de los problemas que persistió durante este período fue que no se logró llevar a cabo la reforma fiscal. Si bien el gobierno y particularmente el Ministro de Economía mostró en forma reiterativa su voluntad férrea de mantener la disciplina fiscal y de no solicitar financiamiento alguno al Banco Central, no logró poner en marcha la reforma tributaria.

En su lugar, a partir de diciembre se congelaron los precios públicos, rompiéndose la política que se había trazado. Asimismo, después de numerosas discusiones, a comienzos de diciembre el Senado aprobó un paquete tributario presentado por el Ejecutivo, con el objeto de mantener el equilibrio fiscal. Entre las normas aprobadas (Ley de Equilibrio Financiero Presupuestal) se encontraban la instauración del impuesto de 2% a los activos y la disminución de las deducciones al impuesto a la renta; asimismo se delegaron facultades al Ejecutivo para la elaboración de un nuevo Código Tributario.

De otro lado, se generaron controversias entre el Ejecutivo y el Legislativo sobre el presupuesto público para 1992, que terminaron en la promulgación parcial del mismo por el Ejecutivo.

En resumen, se puede decir que durante este período se recuperó el manejo de la política de corto plazo, particularmente la política monetaria. Se mejoró la coordinación entre el Banco Central y el Ministerio de Economía, y se logró un acuerdo de refinanciación de la deuda externa con los organismos multilaterales y el Club de París. De esta manera las expectativas mejoraron recuperándose parte de la confianza perdida. No obstante, el manejo fiscal estuvo sujeto a marchas y contramarchas dentro de un cuadro de enfrentamiento entre el gobierno y el Parlamento, mientras que se continuó postergando la reforma fiscal.

De otro lado, se mantuvo el retraso cambiario y las elevadas tasas de interés, mientras que el deterioro en la balanza comercial se fue haciendo cada vez más evidente.

2.3 Diciembre 1991 - abril 1992: el desmanejo tributario

Uno de los problemas que se presentaba hacia fines de 1991 era el de definir la política monetaria. Como se mencionó anteriormente, durante el segundo semestre de ese año se programaron metas decrecientes de expansión de la

emisión, lo que se cumplió hasta noviembre. Sin embargo, en el mes de diciembre se incrementó la emisión, por factores estacionales y por descoordinaciones entre el Banco Central y el Banco de la Nación.

Si bien cualquier estimación de la demanda de dinero estaba sujeta a un significativo margen de error, debido a que las series históricas no reflejaban adecuadamente los cambios económicos e institucionales ocurridos, el problema mayor que se presentaba para definir la política monetaria era la incertidumbre con respecto a la evolución de los precios públicos. Como se mencionó anteriormente, éstos, después de aumentar en forma decreciente de agosto a noviembre se congelaron en diciembre.

Puesto que el compromiso del Ministerio de Economía era mantener el equilibrio fiscal, existía un temor latente de que un congelamiento prolongado podría dar lugar a reajustes mayores en el futuro, afectando de esta forma las expectativas inflacionarias.

Durante los dos primeros meses se mantuvo una política austera de incremento de la emisión, buscando más bien expandir la liquidez en moneda nacional a través de reducciones al encaje. Así, en febrero se redujo el encaje marginal en moneda nacional a 5% y luego a cero en marzo y se adoptaron sucesivas reducciones del encaje medio.

Sin embargo, el último día de diciembre por decreto supremo se modificó la Ley del Equilibrio Financiero. Se incrementaron las tasas efectivas del impuesto a la renta por cambio de la Unidad Impositiva Tributaria, se amplió la base de aplicación del impuesto a los activos y se eliminaron exoneraciones al IGV, ISC y aranceles a ciertos servicios, lo que dio inicio a un conflicto entre el Ejecutivo y el Parlamento. Por otro lado, el Congreso aprobó su proyecto de presupuesto, declarando sin efecto las observaciones que había hecho el Ejecutivo. A fines de enero, el Parlamento derogó el decreto que modificaba la Ley de Equilibrio Financiero.

En marzo de 1992 fue cuando se hizo más evidente el problema fiscal. Al congelamiento de precios públicos se sumó un poco afortunado paquete tributario, el que parcialmente fuera dejado de lado a los pocos días. El ministro Boloña anunció, sin poder justificarlo, que el Presupuesto de la República se encontraba desfinanciado en 4.3% del PBI. Como consecuencia,

el gobierno, bajo el amparo de decretos supremos extraordinarios, dictó una serie de medidas tributarias entre las que destacaron el incremento del IGV de 16% a 18%, la eliminación de exoneraciones a este impuesto para los alimentos y las zonas de selva y frontera, el incremento del ISC de los seguros del 10% al 50%, el aumento del ISC sobre bebidas gaseosas y cerveza, el aumento de la retención de impuestos para cuarta categoría de 5% a 10%, y la creación de un impuesto del 20% a los intereses de los depósitos en moneda extranjera.

Estas medidas originaron reacciones negativas entre los miembros de la Comisión Permanente del Congreso y en la opinión pública en general. De esta manera, el gobierno se vio obligado a dar marcha atrás en algunas de ellas. Es así como se suspendió la aplicación del IGV a ciertos alimentos, y se dejó sin efecto el impuesto a los intereses sobre depósitos en moneda extranjera. Sin embargo, los precios de los alimentos, a los cuales se les había eliminado las exoneraciones al IGV, aumentaron sin retornar a sus niveles anteriores. Esto sumado a las expectativas inflacionarias que se generaron determinaron que la inflación subiera a 7.4% en dicho mes.

Frente a estas circunstancias el Banco Central se vio obligado a adoptar una política monetaria relativamente restrictiva para evitar un salto inflacionario mayor.

Mientras tanto, la situación política se había deteriorado. Por un lado los enfrentamientos entre el Ejecutivo y el Legislativo se agudizaron. A fines de enero, el Parlamento modificó algunos de los numerosos decretos legislativos que había promulgado el Gobierno bajo las facultades extraordinarias que le habían sido otorgadas por el Congreso. El gobierno, lejos de buscar un entendimiento con el Poder Legislativo, mediante diversas declaraciones públicas propició que se ahondaran las diferencias.

Como consecuencia del desmanejo fiscal y de los conflictos políticos, las encuestas mostraron un descenso en la popularidad de presidente Fujimori y del ministro Boloña. Fue así como se llegó a abril de 1992, en medio de incertidumbre y de pérdida de credibilidad y de un clima de enfrentamiento entre el Ejecutivo y el Legislativo.

El 5 de abril, de manera sorpresiva el presidente Fujimori, mediante un mensaje al país, anunció la disolución del Parlamento y dio a conocer las bases del llamado Gobierno de Emergencia y Reconstrucción Nacional.

El Presidente fundamentó su decisión responsabilizando a los partidos políticos y al Parlamento de obstrucción a las políticas del gobierno. Asimismo enfatizó la corrupción del Poder Judicial y la necesidad de la lucha antisubversiva.

El autogolpe del 5 de abril generó sorprendentemente un amplio respaldo de la opinión pública, mientras que la oposición se restringió a la clase política e intelectual. De alguna manera amplios sectores de la población percibieron que con esta decisión, el gobierno finalmente podría resolver los graves problemas que aquejaban al país.

2.4 Abril 1992 - diciembre 1992: recesión, más reformas estructurales y retroceso en reinsertión

Las consecuencias de la interrupción de la democracia tuvieron repercusiones económicas tanto dentro del país como en las relaciones del Perú con la comunidad financiera internacional. Todo hace pensar que el gobierno no evaluó las consecuencias económicas del autogolpe. De alguna manera se creyó que la permanencia del ministro Boloña en el Gabinete sería la suficiente garantía para mantener la credibilidad de los agentes económicos domésticos y de la comunidad financiera internacional.

Hay quienes piensan que el ministro Boloña decidió permanecer en su cargo porque vio en este nuevo contexto la oportunidad de poder llevar a cabo hasta el final su programa económico, sin oposición alguna. Fue así que incluso condicionó su permanencia al mando del Ministerio de Economía a la salida de los Ministros de Industria y de Relaciones Exteriores, quienes habían sido sus opositores dentro del Gabinete.

La primera respuesta a estos acontecimientos vino de la Organización de los Estados Americanos, la que en una Asamblea General Extraordinaria de Cancilleres nombró una comisión especial para evaluar la situación peruana. Por otra parte, el ministro Boloña viajó inmediatamente a Washington con el objeto de asegurar el respaldo de los Organismos Multilaterales en el proceso de la reinsertión financiera del país. Sin embargo, la actitud de estos organismos fue más bien expectante.

Los créditos acordados con el Banco Interamericano de Desarrollo sufrieron retrasos. El crédito para la reforma financiera por US\$ 322 millones que debía ser suscrito un día después del 5 de abril, quedó postergado. Se retrasó el

desembolso de los dos tramos que restaban del crédito comercial, así como también los desembolsos de algunos países conformantes del Club de París.

Paralelamente, a raíz de la incertidumbre generada, se produjo un retiro de depósitos en moneda extranjera que llegó a US\$ 232 millones en el mes de abril. En el mes de mayo, el retiro se redujo sustancialmente y fue atenuado además por los depósitos en moneda extranjera para la Compensación por Tiempo de Servicios. En los meses posteriores la situación se fue normalizando gradualmente.

En lo que respecta al manejo monetario, en los meses de mayo y junio se indujo una restricción en la liquidez en moneda nacional. Así, mientras que la emisión creció en 4.2% y 4.6% en cada uno de estos meses, la liquidez sólo se expandió en 2.1% y 1.5% respectivamente. Estos resultados respondieron nuevamente a la falta de coordinación entre el BCRP y el Tesoro. El Banco de la Nación acumuló sobreencajes en moneda nacional al no recircular oportunamente los ingresos fiscales captados. Asimismo, se acumularon los ingresos fiscales provenientes del Fondo Nacional de Vivienda.

Este sobreajuste fiscal fue justificado posteriormente por el gobierno aduciendo que fue generado como una medida precautoria frente a la incertidumbre que existía sobre los flujos de deuda externa.

El Banco Central no adoptó medidas para contrarrestar la restricción de liquidez. De esta manera, el sobreajuste fiscal y la reducción en la disponibilidad de financiamiento en moneda extranjera, consecuencia de la fuga de depósitos, presionaron al alza a las tasas de interés y tuvieron un significativo efecto recesivo sobre la actividad económica.

A esto se sumaron factores exógenos como el Fenómeno del Niño y la restricción de energía. Las condiciones climatológicas adversas no sólo afectaron negativamente al sector agrícola y a la pesca, sino también a la producción de electricidad, lo cual agravó el proceso recesivo. Como consecuencia el PBI cayó desde abril hasta noviembre, habiendo cerrado el año con una reducción del 2.8%.

Asimismo, a partir de abril se aceleró el cierre de instituciones financieras. Antes de los acontecimientos del 5 de abril ya se encontraban en proceso de liquidación la Banca de Fomento, la Caja de Ahorros, el Banco CCC y se preveía la intervención de Peruinvest. Estas instituciones, particularmente la Banca de Fomento, habían subsistido en el pasado sólo por el apoyo continuo del Banco Central.

Sin embargo, a raíz del retiro de depósitos que afectó a las instituciones más débiles como mutuales y cooperativas, se precipitó una cadena de liquidaciones e intervenciones.

Las tasas de interés tanto en moneda nacional como en moneda extranjera que habían venido mostrando una tendencia decreciente hasta abril, volvieron a incrementarse moderadamente hasta agosto. Así la tasa promedio activa en moneda nacional que en abril fue de 7.3% se elevó a 7.9% en mayo, llegando a 8.1% en agosto. Mientras que la tasa activa en moneda extranjera aumentó de 17.2% anual en abril, a 19.1% en mayo y a 19.9% en agosto.

Si bien estas tasas mostraron entre agosto y diciembre una ligera disminución, la persistencia en las altas tasas de interés y la recesión económica influyeron en el deterioro de la calidad de cartera de las instituciones bancarias (ver Cuadro No. 6). Esto a su vez impidió la reducción del costo del dinero y significó elevados *spreads* bancarios. En octubre, se aprobó el reglamento del programa de reestructuración financiera de las empresas, asignándose una línea de US\$ 100 millones en efectivo y US\$ 100 millones en bonos del gobierno. Este programa no se llegó a poner en marcha hasta comienzos de 1993.

Cuadro No. 6

CARTERA PESADA: 1991-1992^{1/}

Período	Valor
1991	
Mar.	9.7
Jun.	9.1
Set.	11.2
Dic.	10.7
1992	
Mar.	11.8
Jun.	13.5
Set.	15.6
Dic.	13.0

1/ En los bancos comerciales.

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

La evolución de la emisión postgolpe fluctuó entre 2% y 5% entre mayo y noviembre. Sin embargo la liquidez en moneda nacional en el mismo período, excluyendo el mes de julio, fluctuó sólo entre 2.4% y -0.4%. En julio y diciembre la liquidez se incrementó en 11.9% y 13.9% respectivamente, respondiendo en gran medida a factores estacionales.

El tipo de cambio nominal que había venido cayendo en los tres primeros meses del año se elevó en 58.7% entre marzo y diciembre. Sin embargo, gran parte de esta recuperación cambiaria se produjo como consecuencia de los saltos cambiarios de mayo y octubre. El retiro de depósitos en moneda extranjera como consecuencia de los acontecimientos políticos del 5 de abril propiciaron la elevación del valor del dólar entre abril y mayo, mientras que en octubre se produjeron presiones especulativas frente a señales que diera el Banco Central de una intervención más activa en el mercado cambiario.

La depreciación de la moneda nacional ocurrida entre abril y diciembre no se trasladó íntegramente a los precios, con lo cual, la paridad multilateral del tipo de cambio venta en el mercado informal se elevó en 30.5%, respondiendo en gran medida tanto al menor ingreso neto de capitales durante este período, como al superávit fiscal.

Por otro lado, la política de precios públicos fue errática durante el período. Hubo meses de reajustes de precios y meses de congelamiento. Particularmente en los dos meses precedentes a las elecciones de noviembre para el Congreso Constituyente, la mayoría de los precios públicos se congelaron, para luego ser incrementados en diciembre.

La tasa de inflación fluctuó entre 2.6% y 3.8% entre abril y diciembre, siendo en promedio menor a la del año anterior. En este período se logró una ligera remonetización de la economía, al haber aumentado la liquidez real en moneda nacional en 6%, explicada principalmente por el crecimiento de diciembre.

En cifras globales, la tasa de inflación en este período se comportó ligeramente por debajo de la tasa de crecimiento de la liquidez en moneda nacional y el aumento de los precios de los combustibles. Mientras que la depreciación de la moneda nacional estuvo significativamente por encima de la inflación.

Como se mencionó anteriormente, la devaluación no se transmitió totalmente a los precios en la medida en que ésta respondió a factores reales, a la recesión, y a que el aumento del tipo de cambio no se produjo uniformemente, sino que fueron los saltos cambiarios de mayo y octubre los que explicaron gran parte la recuperación de la paridad cambiaria. Sin embargo, esta mejora en el tipo de cambio real no pudo revertir la tendencia deficitaria de la balanza comercial. De esta manera, los flujos netos de capitales del exterior, aunque menores, fueron los que continuaron financiando el déficit en cuenta corriente y permitieron acumular reservas al Banco Central.

En el campo de las reformas estructurales se continuó reglamentando los dispositivos legales sustentatorios de las mismas, se avanzó en la reducción del aparato estatal, en la mejora de la administración tributaria y en el proceso de privatización.

Sin embargo, cabe resaltar que se continuó postergando la reforma tributaria y no hubo un esfuerzo significativo en ampliar la base de contribuyentes. Fue así como la presión tributaria se incrementó prácticamente en un punto porcentual después de más de un año de iniciada la reforma de la administración de impuestos. Gran parte de la mejora se sustentó en mayores impuestos y en la mejor recaudación de los impuestos de comercio exterior.

En resumen durante el período posterior al golpe de Estado, hasta diciembre de 1992, las políticas fiscal y monetaria no siguieron un rumbo definido. El sobreajuste fiscal del sector público particularmente en el segundo trimestre no pudo ser contrarrestado por el Banco Central. Por el contrario, en los últimos meses del año, la política fiscal fue expansiva, originándose un déficit que fue financiado con el superávit acumulado durante la primera parte del año. Este factor contribuyó a que la inflación comenzara a reavivarse.

Asimismo, la autoridad monetaria no estableció claramente las prioridades entre la meta cambiaria y monetaria. A pesar de esta indefinición, el Banco Central consiguió una depreciación real de la moneda nacional sin incurrir en tasas de emisión significativamente altas, debido al menor flujo neto de capitales.

Por otro lado, los reajustes de precios públicos se dieron en una forma desordenada. Esto sumado a las variaciones erráticas en la cantidad de dinero y a la depreciación cambiaria impidieron controlar las expectativas

inflacionarias. Asimismo, la recesión generada por el sobreajuste fiscal y agudizada por las condiciones climatológicas adversas, no pudo ser revertida.

Frente a estos resultados, las críticas al programa económico fueron extendiéndose tanto entre los analistas económicos como entre los sectores empresariales. El ministro Boloña por su parte no mostró mucha receptividad a las diversas sugerencias planteadas.

A fines de diciembre de 1992, el ministro Boloña fue reemplazado por el ministro Camet.

3. La gestión del ministro Camet

Durante 1993, el equipo económico del ministro Camet no introdujo cambios sustanciales al programa. Este período en general fue más estable en cuanto a medidas de política económica, lográndose un mejor manejo macroeconómico particularmente desde abril.

Entre enero y abril, la inflación se situó en un promedio de 4.1% mensual, ritmo similar a los nueve meses anteriores de 1992. Este comportamiento de los primeros meses respondió en gran medida a las señales dadas por la propia política económica. Así, la devaluación mensual promedio durante este período fue de 4.05%.

La emisión, por su parte, después de un aumento de 10.6% en diciembre del año anterior por razones estacionales, se expandió en 2.6% en promedio mensual, determinando que la liquidez en moneda nacional se expandiera a un ritmo promedio mensual de 4.02% durante los cuatro primeros meses de 1993. Mientras tanto, los precios públicos experimentaron ajustes erráticos. Por ejemplo, la gasolina de 84 octanos aumentó en 6.9% en enero y en 3.6% en abril.

A partir de mayo se observó un manejo más ordenado de la política monetaria y cambiaria. El tipo de cambio subió en 1.6% promedio mensual entre mayo y diciembre, mostrando la devaluación una tendencia decreciente, mientras que la expansión promedio mensual de la emisión fue de 1.2% entre mayo y

noviembre, estableciéndose tasas decrecientes de expansión monetaria, excepto en julio en que creció en 5.1% por razones estacionales. Sin embargo, parte de esta emisión fue retirada en agosto. Igualmente por razones estacionales la emisión creció en 11.5% en diciembre, produciéndose un retiro parcial de la misma en enero de 1994.

Por otro lado, los precios públicos crecieron moderadamente. Por ejemplo, la gasolina de 84 octanos se reajustó en julio y setiembre en 7.3% y 7.8% respectivamente, y luego en noviembre en 14.2%. En el Cuadro No. 7 se muestran los principales indicadores económicos de la gestión de Camet.

Durante este período el Banco Central privilegió la meta monetaria, pero pudo al mismo tiempo limitar la banda de fluctuación del tipo de cambio. La consecución de ambos objetivos fue facilitada por las menores presiones que se observaron en el mercado cambiario. Así por ejemplo, las compras netas de divisas que el BCRP requirió realizar se redujeron de un promedio mensual de US\$ 30.4 millones en 1992 a US\$ 16 millones en el primer semestre de 1993.

Sin embargo, en agosto y setiembre se percibió una mayor afluencia de divisas en el mercado cambiario. Esto se vio reflejado en el nivel de compras netas del BCRP en la mesa de negociación, las que alcanzaron US\$ 50.6 millones en agosto y US\$ 82.4 millones en setiembre. La autoridad monetaria pudo contrarrestar la expansión monetaria resultante a través de la venta de divisas al Banco de la Nación, el IPSS y FONAVI, y la emisión de certificados BCRP. Es así que la emisión se contrajo en 2.5% en agosto y creció en sólo 1.4% en setiembre.

Una situación similar, en cuanto a una mayor oferta de divisas, se produjo en diciembre, en que a pesar que las compras netas del BCRP en la mesa de negociación alcanzaron US\$ 93.3 millones, el tipo de cambio nominal incluso cayó en promedio en 0.5%. En este mes la emisión creció en 11.5%, mientras que la liquidez en moneda nacional aumentó en 11%.

En general, al concentrarse el BCRP en la meta monetaria, se le dificulta cumplir con los objetivos trazados en cuanto al tipo de cambio, en los períodos en que aumenta la afluencia de divisas. Estas dificultades podrían ser mayores en el futuro.

Cuadro No. 7

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS DE LA GESTIÓN DE CAMET

Indicadores	1993											
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
PBI 1/	106.1	101.0	113.5	120.0	122.1	123.2	125.0	121.2	117.3	114.2	118.0	126.1
Inflación mensual (en %)	4.8	2.9	4.2	4.4	3.0	1.8	2.7	2.5	1.6	1.5	1.6	2.5
Ingresos corrientes del gobierno central 3/	96.2	86.9	100.5	112.4	91.3	89.2	82.0	91.0	97.5	96.2	105.7	102.3
Gasolina de 84 octanos 2/	64	62	60	59	58	57	55	58	59	60	62	66
Liquidez nominal en M/N del SF 4/	-1.5	6.2	1.9	-0.0	-1.3	5.4	7.7	2.1	-0.9	6.2	0.1	10.6
Emisión 4/	3.2	2.8	2.3	1.9	1.2	1	5.1	-2.5	1.4	1.0	1.0	11.5
Depósitos en moneda extranjera 5/	2981	3063	3218	3285	3451	3479	3604	3743	3777	3855	3994	4025
Reservas internacionales netas 6/	2023	2420	2163	2327	2522	2469	2490	2470	2521	2563	2582	2701
Tipo de cambio real multilateral 1/	88.6	89.4	90.2	91.8	92.0	91.7	90.5	90.0	91.1	91.0	90.0	87.28
Tipo de cambio nominal (S/. por US\$) 7/	1.69	1.76	1.84	1.91	1.96	2.00	2.05	2.07	2.10	2.14	2.17	2.16

Notas:

- 1/ Índice real (Agosto 1990 = 100).
- 2/ Índice real (31 de agosto de 1990 = 100).
- 3/ En millones de soles de agosto de 1990.
- 4/ Variación porcentual nominal mensual de fin de período.
- 5/ En los bancos comerciales (fin de período; millones de dólares).
- 6/ Fin de período (millones de dólares).
- 7/ Tipo de cambio nominal bancario promedio del período.

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

Elaboración propia.

Durante el año 1993 el BCRP incrementó sus reservas internacionales en US\$ 700 millones. Asimismo, en este año, tanto la balanza comercial como la de cuenta corriente continúan mostrando déficit. Por otro lado, se observa un aumento de US\$ 453 millones de los capitales privados a largo plazo, que refleja la mayor inversión extranjera particularmente en la compra de empresas públicas.

Por su parte, la tasa de inflación se redujo a un promedio mensual de alrededor de 2% en los últimos cuatro meses del año. Por su parte, las tasas de interés mantuvieron una tendencia ligeramente decreciente. No sólo los depósitos en moneda extranjera han continuado creciendo, sino que las decisiones de colocación de los bancos se volvieron más conservadoras con el objeto de evitar un deterioro en sus carteras.

Este descenso de los intereses, fue en cierta medida limitado por la disminución de la remuneración al encaje en moneda extranjera, establecida por el BCRP a fines de noviembre. Si bien el encaje marginal en dólares fue simultáneamente reducido de 50% a 45%, esto no fue suficiente para contrarrestar los efectos de la menor remuneración.

El mejor manejo monetario cambiario reflejó en gran medida una menor interferencia del Ministerio de Economía en las acciones del Banco Central, particularmente en la política cambiaria, así como la experiencia que ha ido adquiriendo la autoridad monetaria. En general las presiones sobre una elevación del precio del dólar por parte del Ministerio de Economía y de los sectores productivos se han reducido. Las empresas han concentrado sus demandas en la reducción de los impuestos y han venido realizando esfuerzos en mejorar su competitividad.

Asimismo, la culminación exitosa de las renegociaciones con los organismos multilaterales y el Club de París entre marzo y mayo, así como los logros con respecto a la pacificación, influyeron en la mejora de las expectativas de los agentes económicos.

La mayor estabilidad macroeconómica y la superación de los factores climatológicos adversos, así como la ausencia del sobreajuste fiscal que se produjo en 1992, permitieron también lograr una recuperación del nivel de actividad económica. Otro factor que ha influido es el repunte de la Bolsa, que

favoreció una suerte de efecto riqueza positivo y contribuyó a mejorar las expectativas de la clase empresarial. De igual manera, se han venido observando esfuerzos de reestructuración por parte de las empresas.

En general 1993 ha sido un año de resultados positivos en términos económicos. El PBI creció en 7%, la inflación terminó en 39.5%, siendo el ritmo anualizado de los últimos cuatro meses de 23.9%. Las tasas de interés han mostrado una tendencia decreciente tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, habiendo descendido la tasa activa en moneda nacional de 7.39% mensual a 4.53%, mientras que la de moneda extranjera se redujo de un 16.92% anual a 15.17%.

Por otra parte, durante el año, la devaluación estuvo 4% por debajo de la inflación, respondiendo en gran medida al control monetario ejercido por el BCRP cuyo objetivo central fue reducir la inflación. Así, la emisión en 1993 creció en 33.6%, cifra menor a la tasa de inflación. A pesar de ello, el tipo de cambio real bilateral con EE.UU. se mantuvo prácticamente inalterado.

4. Lecciones y perspectivas

Una de las primeras lecciones que se pueden derivar de la gestión del ministro Boloña es que no es suficiente el equilibrio fiscal y la liberalización de los mercados para estabilizar la economía. Si bien el equilibrio fiscal, fundamental para controlar la inflación, había sido instaurado por el ministro Hurtado Miller, y preservado por Boloña, quien además profundizó las necesarias reformas estructurales para promover la competencia; era necesario establecer anclas nominales que guiaran las expectativas inflacionarias.

Las posibles áncoras nominales incluían el crecimiento de los agregados monetarios, los precios públicos y el tipo de cambio. Sin embargo, a lo largo del período de Boloña estas variables tuvieron un comportamiento poco predecible. De esta manera, en ausencia de señales claras persistieron las expectativas inflacionarias, y con ellas la inflación.

La selección de las anclas nominales más adecuadas no tiene una respuesta precisa; sin embargo, en el caso peruano fueron prácticamente ignoradas durante gran parte de los meses previos a abril de 1993.

A medida que transcurrió el tiempo sin definirse las anclas, las expectativas se arraigaron entre los agentes económicos no generándose la suficiente credibilidad en la política económica.

La rigidez a la baja de la inflación que se mantuvo hasta comienzos de 1993, sumada a la recesión constituyeron un riesgo para la permanencia de las grandes líneas del programa económico. Si bien no se puede dejar de reconocer la influencia negativa que tuvieron las condiciones climatológicas adversas sobre el nivel de actividad económica, el manejo fiscal y monetario propiciaron una mayor retracción de la producción en 1992.

Entre abril y noviembre de 1993 se tuvo simultáneamente dos anclas, aunque se privilegió una sobre la otra. La meta fundamental fue la emisión monetaria, trazándose sin embargo el Banco Central una meta de devaluación mensual. Esta última se pudo alcanzar en gran medida gracias a la utilización de recursos del sector público para la adquisición de divisas. En diciembre, debido al aumento en la oferta de divisas y al no contarse con el superávit del sector público, el tipo de cambio nominal terminó cayendo. En 1994 se espera una redefinición de la política monetaria-cambiaria, pues las condiciones que prevalecieron entre abril y noviembre de 1993, probablemente no se repitan.

La segunda lección que se puede derivar es que un equilibrio fiscal sustentado en impuestos ineficientes y sin una definición de las prioridades del gasto público resulta innecesariamente costoso. Las ineficiencias introducidas traban el desenvolvimiento de las actividades económicas agravando la recesión producida por el ajuste inicial. La reforma tributaria y la ampliación de la base de contribuyentes son dos de las decisiones más importantes que fueron relegadas.

El 31 de diciembre se decretó un conjunto de modificaciones tributarias que han simplificado parcialmente la estructura de impuestos, pero aún persisten ciertos tributos ineficientes, tales como el FONAVI y el Impuesto Mínimo a la Renta.

La tercera lección es la importancia que tiene el manejo del período de transición de una economía distorsionada a una de mercados libres. Como ejemplo se puede citar el retraso en la decisión de enfrentar oportunamente el problema de la cartera pesada de los bancos. Por las declaraciones de los

voceros del gobierno, se puede decir que se pensó que frente a la apertura financiera, la competencia que introducirían los bancos extranjeros propiciaría una reducción de las tasas de interés, resolviéndose así los problemas financieros de las empresas y por ende de los bancos.

Si bien hay parte de razón en este argumento, el proceso de competencia no se da en forma automática sino que demora en llegar, por lo que se requería tomar acciones oportunas. Otro tanto sucedió con la eliminación de los bancos de fomento. Éstos se habían transformado en instituciones ineficientes que requerían subsidios continuos para operar. Sin embargo, durante el proceso de transición se dejó sin financiamiento a los sectores que enfrentaban barreras para el acceso al crédito de la banca comercial.

Otro ejemplo en este mismo sentido, y que está relacionado con lo mencionado anteriormente sobre el equilibrio fiscal, ha sido la desaparición del Instituto Nacional de Planificación, sin diseñar una dependencia que se hiciera cargo de algunas de sus funciones fundamentales, como la priorización de los proyectos de inversión pública.

Una de las razones que explican estos errores en el manejo de corto plazo es la falta de un equipo económico que pudiera trazar una estrategia en el campo de la estabilización con un horizonte de mediano plazo, y que pudiera actuar en forma oportuna ante los cambios imprevistos en el contexto macroeconómico.

Las experiencias exitosas de estabilización en América Latina no han estado exentas de errores; sin embargo, uno de los determinantes del éxito fue el liderazgo mostrado por los ministros y el equipo con el que trabajó.

Otra lección que se puede obtener es la influencia que tienen los acontecimientos políticos sobre los resultados económicos. La interrupción de la democracia el 5 de abril de 1992 impuso una restricción adicional al manejo económico. Por un lado influyó en la inestabilidad del sector financiero, mientras que la demora en el proceso de la reincorporación del país en la comunidad financiera internacional distrajo gran parte de la atención del precario equipo económico, descuidando así la gerencia del propio programa.

Todas estas deficiencias en el manejo económico de alguna manera dieron pie al cuestionamiento de las líneas centrales del programa. Con esto no solamente se creó un riesgo de reversión en las medidas, sino que la credibilidad en la política económica fue menguada, lo cual determinó que el programa fuera más costoso de lo necesario.

En 1993 se superaron parte de los problemas mencionados, con lo cual los resultados obtenidos en este año han sido relativamente favorables, lo que a su vez ha generado mejores expectativas entre los agentes económicos. De mantenerse la disciplina fiscal y afinarse la política monetaria-cambiaría, el programa de estabilización será consolidado.

Bibliografía

Armas, Adrián, Luis Palacios y Renzo Rossini, *El sesgo antiexportador de la política peruana*, Lima: Instituto de Estudios Mineros, 1990.

Banco Central de Reserva del Perú, *Nota semanal*, varios números, Lima.

International Monetary Fund, *Peru Monetary and Exchange Rate Management, Monetary Instruments, Recapitalization of the Central Bank and Structural reforms*, Washington D.C.: 1992.

Rossini, Renzo, "Liberalización comercial y estabilización económica", en *Foro Económico*, Lima: 1991.

Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Serie Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), 1992.

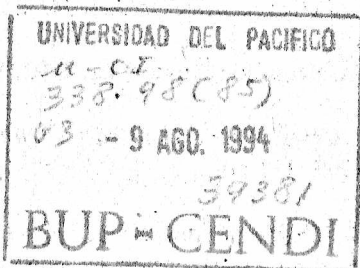
Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Serie Documento de Trabajo, Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico (CIUP), 1992.

The World Bank, *Perú: Policies to Stop Hyperinflation and Initiate Economic Recovery*, Washington D.C.: 1989.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

1. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*, CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 34 pp.
2. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 42 pp.
3. Portocarrero S., Felipe, *Religión, familia, riqueza y muerte en la élite económica. Perú: 1900-1950*, CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 88 pp.
4. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 60 pp.
5. Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *De la desinflación a la hiperestanflación. Perú 1985-1990*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 71 pp.
6. Portocarrero S., Felipe y Luis Torrejón M., *Las inversiones en valores nacionales de la élite económica. Perú: 1916-1932*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 57 pp.
7. Arias Quincot, César, *La Perestroika y el fin de la Unión Soviética*, Lima: CIUP, 1992, 111 pp.
8. Schwalb, María Matilde, *Relaciones de negociación entre las empresas multinacionales y los gobiernos anfitriones: el caso peruano*, Lima: CIUP, 1993, 58 pp.
9. Revilla, Julio E., *Frenesí de préstamos y cese de pagos de la deuda externa: el caso del Perú en el siglo XIX*, Lima: CIUP, 1993, 126 pp.
10. Morón, Eduardo, *La experiencia de banca libre en el Perú: 1860-1879*, Lima: CIUP, 1993, 48 pp.

11. Cayo Córdova, Percy, *Las primeras relaciones internacionales Perú-Ecuador*, Lima: CIUP, 1993, 72 pp.
12. Urrunaga, Roberto y Alberto Huarote, *Opciones, futuros y su implementación en la Bolsa de Valores de Lima*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1993, 86 pp.
13. Sardón, José Luis, *Estado, política y gobierno*, Lima: CIUP, 1994, 128 pp.
14. Gómez, Rosario, *La comercialización del mango fresco en el mercado norteamericano*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.
15. Malarín, Héctor y Paul Remy, *La contaminación de aguas superficiales en el Perú: una aproximación económico-jurídica*, Lima: CIUP, 1994, 88 pp.
16. Héctor Malarín y Elsa Galarza, *Lineamientos para el manejo eficiente de los recursos en el sector pesquero industrial peruano*, Lima: CIUP, 1994, 92 pp.
17. Yamada, Gustavo, *Estrategias de desarrollo, asistencia financiera oficial e inversión privada directa: la experiencia japonesa*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.



cuadernos
de
investigación

**CICLOS Y TENDENCIAS EN LA
ECONOMÍA PERUANA:
1950-1989**

Bruno Seminario De Marzi
César Bouillon Buendía



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACIONES



seminario
de investigación económica

cuadernos
de
investigación

Nuevas publicaciones:

- SEMINARIO, Bruno y César Bouillon:
Ciclos y tendencias en la economía peruana: 1950 - 1989
- PORTOCARRERO, Felipe y Luis Torrejón:
Modernización y atraso en las haciendas de la élite
económica, Perú: 1916 - 1932
- AMAT Y LEÓN, Carlos y otros:
Análisis y recomendaciones de política para el sistema lácteo
- BOTTERI, Giancarlo y otros:
Ensayos sobre la realidad económica peruana I
- FERNÁNDEZ-BACA, Jorge y Lorena Canalle:
Rigideces nominales y dinámica de la inflación en
el Perú: 1950-1990. Una aproximación empírica
- URRUNAGA, Roberto, Guillermo Berastain y Luis Bravo:
Desempeño empresarial durante el proceso de
estabilización
- YAMADA, Gustavo:
Autoempleo e informalidad urbana: teoría y evidencia
empírica de Lima Metropolitana, 1985-86 y 1990

En venta en las principales librerías del país.
Informes en la Librería de la Universidad del Pacífico.
Teléfonos: 71-2277, 72-9635, Fax: 706121



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO