

Dois Anos de Plano Real

Comparação com outras experiências de estabilização

Seminário

1º de julho de 1996

Local: Auditório do Palácio do Planalto - Anexo I

EL AJUSTE ESTABILIZADOR EN EL PERU: 1990-1992*

(Versión preliminar. No citar)

Javier Iguíñiz Echeverría[†]

I.- Introducción: un país exhausto

La crisis económica peruana es, con toda seguridad, la más antigua y probablemente la más profunda en América Latina. En 1989, justo antes del periodo que vamos a analizar en este trabajo, el Producto Bruto Interno (PBI) tenía un nivel menor que en 1979. El producto per cápita había caído 24.4% desde 1981 llegando a un nivel menor que el de 1962. (INEI 1992, II 32) El salario real en el sector privado de Lima que había perdido casi dos tercios de su nivel era 36.5% del alcanzado en 1974 (Webb y Fernández Baca 1990, 718) y era menor que el de 1957, cuando se iniciaron las estadísticas de esta variable.

La destrucción de la administración pública es también antigua y las cifras rayan en lo inverosímil. Entre 1973 y diciembre de 1980 las remuneraciones reales en el Gobierno General habían caído 36% (INE 1981, 35) Desde enero de 1981 hasta el último mes del gobierno anterior al del Presidente Fujimori, esto es, julio de 1990, cayeron 82.7%. (INEI 1992, I 584) La presión tributaria promedio en 1989 llegó a 6.5% del PBI, nivel en el que se encontraban varios de los países más pobres del subsahara africano; en julio de 1990 esa cifra llegó a 4.3% del PBI. (Seminario 1995, 23) ¹ La dolarización de los depósitos llegaba a 62.6% en ese mismo mes y el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) perdía control sobre la actividad financiera y productiva interna. La autoridad económica del Estado había llegado a su mínima expresión. La autoridad moral también. En 1990, el gasto social (educación, salud, vivienda y empleo) per cápita era el 34.4% del realizado en 1980. (Figueroa, Altamirano y Sulmont 1996, 75) La remuneración mínima real en Lima era el 6.6% del nivel que tenía en 1974. (INEI 1992, I 634-5) Además, el sector privado había perdido sus interconexiones financieras a través del sistema bancario. Entre 1985 y 1990 el ahorro financiero pasó de 11.5% del PBI a 3.4%. Y en el caso del ahorro en moneda nacional las cifras correspondientes fueron: 4.1% y 1.4%. El dinero en 1990 equivalía a 1.8% del PBI. La liquidez total pasó de 21.0% en 1975 a 15.6% en 1985 y a 5.2% en 1990. (Velarde 1995, 12)

En el frente político, ese Estado llevaba una década atrapado, perdiendo terreno en un conflicto con el grupo terrorista de filiación ideológica maoísta, Sendero Luminoso, que parecía poder escalar el terror sin límites y traerlo a Lima. El orden público era una reivindicación que competía en la sociedad con la estabilidad económica.

* Ponencia presentada al Seminario: "Dos años del Plan Real: Un Análisis Comparativo con otras experiencias de Estabilización Económica" (Brasilia, 1ro de julio de 1996)

[†] Profesor Principal de la Pontificia Universidad Católica del Perú e Investigador en el Instituto Bartolomé de las Casas, Lima.

¹ Esta anemia pública no es exclusivamente resultado de la altísima inflación de 1988-1989. Ya en 1987, antes de la última gran crisis, la presión tributaria había llegado a 8.8% del PBI.

Obviamente, tras esas increíbles cifras está, aunque no sola, la inflación; una gran inflación y muy pocas defensas frente a sus efectos. Las cifras anuales de inflación y algunos de sus efectos durante los últimos 15 años son presentadas en el Cuadro 1.

CUADRO 1
VARIACION PORCENTUAL DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
DE LIMA METROPOLITANA: 1980-1995

AÑOS	%
1980	60.80
1981	72.70
1982	72.90
1983	125.10
1984	111.50
1985	158.30
1986	62.90
1987	114.50
1988	1,722.30
1989	2,775.30
1990	7,649.70
1991	139.20
1992	56.70
1993	39.50
1994	15.40
1995	10.80

Fuente: Webb y Fernández Baca 1995, 525)

Vistas las cosas en esa perspectiva, el ajuste de 1990 se lleva a cabo en una sociedad exhausta por su prolongada lucha por la supervivencia y un sistema económico público y privado en trance de extinción. La hiperinflación y el desabastecimiento de bienes en las semanas anteriores al "shock" del 8 de agosto fueron tales que el costoso efecto inmediato del ajuste de 1990 apareció a la ciudadanía no sólo como imprescindible, sino incluso como un alivio. En las páginas que siguen daremos cuenta de lo ocurrido en los años iniciales del ajuste estabilizador que se aplicó en esa fecha, pocos días después del cambio de gobierno que en el Perú ocurre el 28 de julio.²

²En el Anexo estadístico presentamos series de diversas variables a las que nos referiremos en el texto, pero también otras que pueden servir para que el lector ensaye otras lecturas de la evolución de la economía durante esos años.

II.- El programa de estabilización y sus etapas: 1990-1992

El dilema principal en agosto de 1990 fué entre un programa estabilizador basado en una fuerte devaluación con la posterior congelación cambiaria y otro sostenido en una restricción crediticia con flotación cambiaria. Finalmente, se optó por uno basado en el enfoque monetario de balanza de pagos.³ Esta opción es poco común en la América Latina de los 90s.

En los siguientes acápite vamos a relatar las distintas etapas del proceso de estabilización durante sus primeros dos años así como su eficacia y los costos de competitividad y sociales incurridos para bajar la inflación. Desde el punto de vista macroeconómico, la justificación de las etapas proviene del distinto acento que se fué poniendo a metas cambiarias y monetarias a lo largo de esos dos años.⁴

A.- El programa inicial de estabilización

En el cortísimo plazo, el ajuste estabilizador del 8 de agosto puede ser visto como un momento intermedio entre el ajuste espontáneo que estaba siendo liderado por una devaluación acelerada durante las críticas semanas anteriores al "shock" y el proceso posterior de sostenimiento de la tasa de cambio real tras constatarse que la flotación anunciada ese día había profundizado excesivamente el retraso cambiario.

En efecto, en la semana anterior al cambio de gobierno, del 21 al 27 de julio, la devaluación fué 38.9% mientras que la inflación llegó a 15.1%. La emisión se rezagó al crecer 12.0%.

³Al parecer el Banco Mundial influyó parcialmente en esa decisión. En un informe publicado en 1989 se indica lo siguiente: "... la inflación debiera andarse en la cantidad de dinero, en los salanos, en los precios y tarifas del sector público, pero no en el tipo de cambio ... La no disponibilidad de reservas elimina al tipo de cambio como andaje efectivo y aumenta la importancia del ajuste fiscal y monetario y de contención salarial." (Banco Mundial 1989, 105)

⁴ Refiriéndose a los años recientes, Julio Velarde (miembro del directorio del Banco Central de Reserva del Perú durante los primeros años del primer gobierno de Fujimori) y Martha Rodríguez indican que "En el Perú, por lo general, no ha existido un ancla pura, sea monetaria o cambiaria, con excepción de algunos periodos cortos. Generalmente se ha adoptado un sistema híbrido en el que, si bien en la mayor parte del periodo en estudio se ha privilegiado el control monetario, se ha buscado evitar las fluctuaciones bruscas del tipo de cambio." (Velarde y Rodríguez 1996, 15)

Cuadro 2

INFLACION, DEVALUACION LIBRE Y EMISION
(tasa de variación semanal)

	Inflación	Devaluación	Emisión
del 7 al 13/7	11.50	-0.93	0.88
del 14 al 20/7	12.40	1.89	19.70
del 21 al 27/7	15.10	38.89	11.98
Cambio de Gobierno:			
del 28/7 al 3/8	27.60	40.00	3.01
Medidas de ajuste:			
del 4 al 10/8	114.70	38.10	45.23
del 11 al 17/8	130.50	13.79	n.d.
Semanas siguientes			
(18-24)/8	-1.50	6.06	36.83
(25-30)/8	-2.00	4.29	33.84
(1-7)/9	0.50	13.70	22.27
(8-14)/9	1.20	6.02	17.48
(15-21)/9	0.50	0.00	13.91

Fuente: BCRP, 1990. Webb, Fernández Baca: 1991.

En los primeros diez días del nuevo gobierno, entre el 28 de julio y el 8 de agosto, la pauta se repite; las cifras correspondientes eran 40.0%, 27.6% y 3.0%. El ajuste posterior no "aprovecha" esta tendencia espontánea complementándola con una devaluación, sino que más bien rompe radicalmente con ella contradiciendo toda expectativa. Por ello, en las dos semanas siguientes, hasta el 17 de agosto se produce el más impresionante retraso cambiario de la historia. En la semana del 4 al 10 dentro de la cual se aplicó el ajuste, la inflación llega a 114.7% y la devaluación a 38.1%. En la siguiente semana las cifras son 130.5% y 13.8% respectivamente. Luego, en la semana que comienza el 18, la emisión toma el liderazgo creciendo mucho más que la devaluación, que a su vez, lo hace mucho más que la inflación, que estaba registrando cifras negativas. (Iguñiz 1991b, 397) Por eso, en sus inicios, el programa de estabilización propiamente dicho tiene dos momentos claves. El primero, que se concentra en los primeros días, es el que altera radicalmente los precios relativos tanto heredados del gobierno de García como los generados por la hiperinflación final, y pone al descubierto las características del programa de estabilización, particularmente la decisión de apoyarse en restricción crediticia y flotación cambiaria y no en una devaluación. El segundo que dura hasta fin de noviembre, es el propiamente anti-inflacionario y se basa, por razones que ya hemos sugerido e indicaremos de inmediato, en una política de franca intervención en el mercado cambiario y en los precios de bienes y servicios públicos. Juntos lograron un resultado espectacular en el campo inflacionario. La tasa pasó de 63.2% en julio, antes del ajuste, a 397.0% en agosto llegando a 5.9% en noviembre. Lo que podía ser un proceso deflacionario muy rápido se complicó y dió paso a importantes retrocesos. Desde entonces cada éxito en la deflación de precios fué seguida de un rebote que llegaba a alturas cada vez menores.

El diseño del programa estabilizador reveló el decidido intento de reconstituir rápidamente los ingresos fiscales y, de esa manera, reducir la presión pública del gobierno sobre el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Las medidas privilegiadas para aumentar dichos ingresos fueron la elevación de precios absolutos y relativos de servicios públicos y la eliminación de subsidios a los precios controlados. La gasolina más común, de 84 octanos, aumentó 31 veces al pasar de 0.0215 soles por galón a 0.675. Con un status ambiguo, pues se los declaró libres pero se establecieron ciertos precios de referencia no obligatorios, el precio del pan subió 1,567%, el del aceite vegetal 639%, el de la leche enlatada 560%, el del azúcar 552% y el del arroz 533%. En general, el rubro "alimentos y bebidas" subió 446%. Una semana después, el 16 de agosto, se oficializaron nuevos precios para el transporte público, llamadas telefónicas, servicios de correo y electricidad. Los productos medicinales subieron 1,385%. El establecimiento de una tasa de 134% a los combustibles derivados del petróleo y la elevación del Impuesto General a las Ventas (IGV) de 10% a 14% y 18% para ventas mayoristas y minoristas respectivamente contribuyeron, junto con otras medidas tributarias (Seminario 1995, 36-45) al salto de precios y balance fiscal. El índice promedio general al consumidor se elevó 397%.

Para sorpresa del propio gobierno, la tasa de cambio se mantuvo inalterada en 0.33 soles/dólar al día siguiente del anuncio de la flotación y al segundo día se redujo nominalmente a 0.29 S/\$. Definitivamente, la característica del ajuste no era estrictamente la esperada por los agentes económicos, ni sus consecuencias iniciales dejaban tranquilo al gobierno. La razón del enorme retraso cambiario puede explicarse por la gran acumulación de dólares previa al "shock" y la drástica restricción monetaria que acompañó a la elevación de precios. La entrada en el mercado de los dólares previamente atesorados fue masiva pues había que cubrir la iliquidez en moneda nacional generada por las medidas.⁵ Esta reacción fue muchísimo más importante que la liquidación de inventarios que esperaba el gobierno.

La presión social sobre los precios se controló con una elevación ínfima de remuneraciones. Los salarios reales bajaron drásticamente. Sólo 12 días después, el 20 de agosto, se tomaron varias medidas en el campo salarial. Se elevó la remuneración mínima vital de 4 millones a 16 millones de intis. Los trabajadores de los sectores privado y gubernamental obtuvieron una compensación extraordinaria de 100%. Se prohibió que los asalariados de las empresas públicas recibieran aumento alguno hasta fin de año y sólo posteriormente se autorizó un aumento de 100% a los trabajadores de esas empresas con bajos niveles salariales. Esta particular fiereza con las remuneraciones se basaba, al parecer, en la percepción de que el fracaso de los programas de estabilización durante el gobierno de García se debía en parte a que trataban de no afectar el nivel salarial.⁶

⁵ El antecedente más cercano y nítido, aunque en ínfima escala, de ese proceso revaluatorio de corto plazo fue el que se registró en el primer semestre de ese año cuando se registra una relación más estrecha entre los cambios en la emisión monetaria y la devaluación en el mercado libre. La tendencia entre ambas variaciones es similar y con un cierto desfase, las fluctuaciones también lo son. A las pocas semanas de elevar o reducir el crecimiento del dinero ocurre algo similar con la tasa de cambio. (Iguñiz, Basay y Rubio 1993, 204-5)

⁶ Esta percepción era claramente falsa. Su justificación se presenta en Lago 1991 y la crítica en Iguñiz 1991b.

Junto al anuncio de la elevación de precios que elevaba los ingresos públicos y controlaba la demanda y con la confianza adicional en la ayuda del efecto Olivera-Tanzi posterior, el gobierno anunció una flotación cambiaria que pretendía asegurar el mayor control posible de la base monetaria. No le bastó con reducir al extremo las presiones gubernamentales sobre el BCRP. El enfoque monetario de balanza de pagos dominó pues el diseño de las medidas de estabilización. La unificación de tasas de cambio eliminaba también la posibilidad de emisión de origen externo.

B.- La flotación sucia y las metas de precios

La estrictez de la flotación duró, sin embargo, sólo dos días. Al día siguiente del anuncio del "shock" una preocupación importante fué el gigantesco salto que habían dado los precios en dólares de bienes y servicios públicos. Como consecuencia del nivel cambiario, el valor en dólares de muchos precios subió fenomenalmente. Por ejemplo, el precio de la gasolina de 84 octanos en US\$ pasó de 0.07 a 2.30 el galón, el kilo de azúcar de 0.45 dólares a 1.20 dólares, el kilo de fideos de 0.06 dólares a 3.60. En estas circunstancias el BCRP interviene fijando en los hechos tanto la tasa de cambio como las tarifas. En efecto, "A partir del 10 de agosto, el Banco Central empezó a intervenir en el mercado cambiario para devaluar el sol, llevando el tipo de cambio gradualmente a la meta de 0.45 soles por dólar" (Velarde 1996, 14) Se inicia así la ya larga trayectoria de flotación sucia. Aún así, entre julio y agosto la tasa de cambio real bilateral cayó 30.5%. (Webb y Fernández Baca 1991, 984) El 29 de agosto, en respuesta a las críticas que el altísimo precio en dólares estaba generando, el gobierno intervino dictaminando una reducción de precios de varios combustibles y del Impuesto Selectivo al Consumo de energía eléctrica. La perplejidad y parálisis en la que estaban los agentes económicos hizo de las referencias indicadas por el gobierno un criterio aceptado.

En el campo del comercio exterior, en setiembre se simplificaron y redujeron los aranceles a tres niveles: 15%, 25% y 50%. Las restricciones cuantitativas, prohibiciones y exoneraciones fueron eliminadas. El arancel promedio pasó de 66 a 32. (Seminario 1995, 122-125)

C.- Los resultados iniciales

Como se esperaba, la remuneraciones cayeron drásticamente. En las empresas con negociación colectiva las remuneraciones reales cayeron 51% desde julio a agosto. En aquellas sin negociación colectiva la caída en un mes fué de 35%. En el gobierno central la disminución fué 48%. En agosto, el salario mínimo legal era 29% inferior al del mes anterior. En setiembre se recuperó casi totalmente. Después de la parálisis inicial, la recuperación del poder adquisitivo fué rápida pero parcial. Sólo los trabajadores sindicalizados lograron recuperar dos meses después sus ingresos de manera estable. (Iguñiz, Booy y Rubio 1993, 222)

Las caídas en bienestar fueron grandes. La canasta nutricional costaba antes del ajuste 5.5 remuneraciones mínimas; después costó 8. Entre junio-julio y noviembre, cuando se realizaron encuestas en hogares pobres en Lima el número de enfermos se elevó 20.6% pero el gasto médico en consultas médicas cayó 4.2% y en medicinas 50.7%. Similares cifras se registraron en el estrato medio.

Los efectos iniciales del programa sobre el nivel de actividad fueron drásticos. (Iguñiz, Basay y Rubio 1993, 218-228) pues en agosto la producción cayó 13% respecto al mes anterior. La propiamente fabril cayó 18% en agosto y otro tanto en setiembre. El empleo fabril en empresas de más de 100 trabajadores cayó 0.8% en agosto y 2.8% en setiembre.

En el sector fiscal, los ingresos corrientes reales cayeron 34% en agosto pero se elevaron 111% en setiembre. El déficit fiscal pasó de 8.7% en julio, a 5.3% en agosto y a 0.6% en setiembre. La recuperación de reservas fué rápida. Las Reservas Internacionales Netas pasaron de US\$ -105 millones en julio a US\$ 142 millones en agosto y a US\$ 427 millones en setiembre.

Pero la positiva trayectoria llega rápidamente a sus límites fiscales y cambiarios. El déficit se eleva en octubre a 1.7% del PBI, baja en noviembre a 0.7% y se vuelve a elevar en diciembre, esta vez, a 2.2%. A un ligero rebrote inflacionario le sigue una revaluación nominal que reduce de nuevo la inflación. El costo es una aceleración del retraso cambiario. Además, tras haber anunciado para sorpresa de los propios acreedores que se iniciarían los pagos de la deuda externa, las reservas internacionales dejan de crecer y en diciembre caen. Ante dicha evolución fiscal y cambiaria, las medidas que el gobierno aplica son: primero, una devaluación la primera semana de diciembre y una elevación del precio de la gasolina en la tercera (Ver Cuadro 3)

CUADRO 3
INFLACION, DEVALUACION LIBRE Y EMISION

	Inflación	Devaluación	Emisión
Rebote inflacionario			
(22-28)/9	20.0	0.00	10.7
29/9-5/10	2.2	1.14	10.76
(6-12)/10	2.7	0.00	8.54
(13-19)/10	2.8	0.00	6.01
(20-26)/10	2.6	-1.35	4.45
El lento descenso			
27/10-2/11	2.0	-0.32	2.09
(3-9)/11	1.8	0.91	0.69
(10-16)/11	1.0	-0.68	n.d
(17-23)/11	1.6	-1.59	n.d
(24-3)/11	0.9	1.39	n.d
Las medidas de diciembre			
(1-7)/12	1.6	15.1	n.d
(8-14)/12	2.0	6.08	-0.6
(15-21)/12	13.6	0.9	0.6
(22-28)/12	7.4	0.9	0.2

Fuente: BCRP, 1990. Webb, Fernández Baca: 1991.

La inflación mensual se eleva de 5.9% a 23.7%. El pago de la deuda, iniciado sin coordinación alguna con los acreedores multilaterales era para dejar constancia

de buena voluntad, pero puso en riesgo el programa. De hecho, el ajuste se realizó sin ningún respaldo de los organismos internacionales.⁷

D.- La Reforma Institucional e Inestabilidad macroeconómica: enero-junio de 1991

En el primer semestre de 1991, la característica central del manejo económico es su concentración en la reforma institucional. En las tres primeras semanas el equipo de diez personas de Carlos Boloña, el nuevo Ministro de Economía y Finanzas, formuló 61 dispositivos legales reformando las áreas críticas del proceso económico. (Boloña 1996, 213) En el Congreso, la agrupación del Presidente Fujimori era minoría. Contaba con 17% de los diputados y 27% de los senadores. Aún así, gracias a la fracción liberal dominante de FREDEMO, el frente aglutinado por Mario Vargas Llosa, el ejecutivo no encontró dificultades para impulsar las reformas económicas.⁸ Por ello, no fué difícil que el Congreso delegara facultades legislativas a Fujimori quien decretó 23 leyes relativas al comercio internacional, 8 al mercado cambiario, 3 al financiero, 14 al fiscal, 5 relativos a las empresas públicas y 8 al mercado de trabajo. (Boloña 1996, 186) La reducción de aranceles y la eliminación de barreras para-arancelarias así como la liberalización de los mercados financiero y laboral fueron los de mayor importancia para el manejo macroeconómico.

De ese modo, contra lo que se consideraba práctica razonable, la apertura al comercio exterior no se hizo tras la flexibilización del mercado interno de bienes y factores y, menos aún, tras comprobarse la potencialidad competitiva de los sectores transables. Retraso cambiario y apertura ocurrieron prácticamente al unísono. Mientras las recomendaciones internacionales sugerían que la liberalización del mercado de capitales se realizara después de la de comercio exterior para evitar una apreciación cambiaria excesiva y el sacrificio innecesario de los sectores transables, el gobierno las mezcló. El nuevo ministro sobrepasó las expectativas de los organismos internacionales como el BID así como los requerimientos que esta institución ponía en la mesa para permitir al Perú la entrada en un programa de "acumulación de derechos"

⁷"A partir del 16 de octubre de 1990, el gobierno inicia el pago de la deuda externa con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, cuyos directivos se mostraron, por cierto, sorprendidos ante tal decisión del gobierno, pues iba mucho más allá de lo esperable... La buena voluntad del gobierno, sin embargo, no fue igualmente correspondida pues los fondos de los organismos no llegaron con la rapidez que suponían en el Ministerio de Economía y Finanzas... El gasto no presupuestado y una situación aún precaria puso en apuros al MEF. Este se vió obligado a obtener recursos incrementando significativamente los precios de los combustibles y las tarifas por los servicios públicos." (Velarde 1992, 13)

⁸ El 35% de la Cámara de Diputados y 33% de la de Senadores eran de FREDEMO. Junto al oficialista Cambio 90 y al FIM, sumaban 56% de los diputados y también de los senadores. El Partido Aprista Peruano, la Izquierda Unida y la Izquierda Socialista sumaban 40% de los diputados y 42% de los senadores. (Tuesta 1994, 65) Para una visión más dramática del conflicto político en ese periodo puede verse Boloña 96, 247-8

que se había diseñado con el fin de eliminar los atrasos en el pago de la deuda a los organismos internacionales.

Estas reformas sirvieron de base para establecer una relación más fluida entre Fujimori y los empresarios, así como con los organismos multilaterales. El supuesto del nuevo ministro de economía y finanzas parecía ser que la liberalización era condición fundamental de la lucha contra la inflación.⁹

En el campo propiamente macroeconómico, en diciembre y después de la devaluación de ese mes el BCR redujo su compra de divisas y, en consecuencia, la emisión primaria. El retorno a la restrictiva política monetaria no pudo durar mucho pues el efecto inmediato fue que las reservas empezaron a declinar. La compra de dólares por el BCRP había sido casi nula, esto es, de US \$0.7 millones en diciembre y la tasa de cambio real cayó 14.9% en enero. Esto llevó a elevar la compra de dólares que sumó US \$25.1 millones en enero, US \$94.7 millones en febrero y las impresionantes cifras de US \$109.7 y 104.9 millones en marzo y abril respectivamente. Las reservas reiniciaron el crecimiento interumpido y la tasa de cambio real desaceleró su caída primero y luego se recuperó ligeramente. Obviamente, el crecimiento de la oferta monetaria se aceleró nuevamente en febrero y marzo. A esta evolución le sucedió una pequeña crisis cambiaria en abril y mayo cuando la devaluación llegó a 12.5% y a 16.2% respectivamente. La respuesta del BCRP fue reducir de nuevo la compra de dólares. Al parecer, no resultaba fácil comprar dólares para acumular reservas y pagar deuda externa y mantener una política monetaria muy estricta. En este tramo de su política, el gobierno baja la inflación que en enero era de 17.8%, nivel al que había subido con la ayuda de una elevación de 24.8% en el precio de la gasolina, a 5.8% mensual en abril, pero vuelve a subir a 9.3% en junio. Debido a ello, el objetivo anti-inflacionario tomará precedencia sobre las preocupaciones cambiarias y de acumulación de reservas en el próximo periodo.

E.- Desinflación con retraso cambiario

Entre julio de 1991 y marzo de 1992 se repite de manera más gradual que en agosto del año anterior la combinación de política monetaria restrictiva con elevación de precios públicos por encima de la inflación y control de salarios nominales. De ese modo se logra una significativa reducción de la inflación. Las cifras mensuales son 9.10% en julio y 3.5% en enero siguiente. En febrero y marzo vuelven a subir las tasas llegando a 4.7% y 7.4% respectivamente. La tasa de cambio real llega a su más bajo nivel en marzo. Más en general, la estructura anti-transables de precios relativos obtenida hasta entonces se confirma.

En efecto, como puede ver en el Cuadro A5, la primera mitad de este periodo de 9 meses registra una elevación de los precios públicos, incluido el de la gasolina, que volvieron a elevarse por encima de la inflación. La tasa de cambio real cae 30% desde junio hasta marzo y ello a pesar de dos saltos devaluatorios de 16.4% y 10.8% en

⁹ Julio Velarde, director del BCRP en ese momento indicaba: "Sin embargo, parecería que este programa esperaba resolver el problema inflacionario sólo liberalizando al 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 precios públicos." Cita de: "El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori". (Velarde 1992, 1)

octubre y noviembre. El déficit en la balanza en cuenta corriente se eleva significativamente y las reservas internacionales también. La emisión sigue muy de cerca a la inflación. Los salarios reales se estancaron en el nivel en el que acabaron el periodo anterior.

Este periodo comienza su término en febrero de 1992 cuando la inflación mensual se eleva a 4.7% y se confirma en marzo cuando un "shock" tributario muy impopular contribuye a la elevación de la inflación mensual a 7.4%. Nuevamente, una dificultad fiscal revierte momentáneamente el avance anti-inflacionario. La creciente resistencia económica al programa de estabilización se neutraliza con un hecho político mayor: el muy popular autogolpe de abril.

F.- El costo recesivo de bajar la inflación mejorando competitividad: abril-setiembre de 1992.

Nuestro periodo final de análisis cubre los meses entre abril y los meses alrededor de octubre de 1992 en los que se pasa a otra etapa macroeconómica. El hecho político que marca el inicio de dicho periodo es el autogolpe y el que lo cierra es la captura de Abimael Guzman, el líder máximo de Sendero Luminoso.¹⁰

En ese lapso de tiempo se logran simultáneamente los objetivos macroeconómicos más apreciados: bajar la inflación de 7.4% en marzo hasta llegar a 2.6% en setiembre y elevar la tasa de cambio real 30.9% entre abril y noviembre. Aún así, en este último mes, la tasa de cambio real llegó a un nivel que era el 45.3% del de julio de 1990 y el 87.9% del resultante del ajuste, esto es, de agosto de ese año. Además, tras la momentánea reducción de reservas entre marzo y abril, éstas se elevan hasta alcanzar en setiembre un nivel 30.5% superior al de marzo.

El costo de tanto éxito y el medio para lograrlo fué la profundización de una recesión heredada y no resuelta todavía. El PBI cayó 2.8%. También se registró una crisis financiera que se enfrentó interviniendo 14 instituciones financieras (Webb y Fernández Baca 1995, 920) mayoritariamente poco importantes y defendiendo a las más sólidas. El déficit en la cuenta corriente mantuvo los altos niveles alcanzados a fines de 1991.

El proceso recesivo se explica en parte por la política fiscal y salarial y en parte por las condiciones climáticas del país. (Cuadro II)¹¹ En lo relativo al campo fiscal, las medidas tributarias de marzo generaron un importante superávit fiscal al mes siguiente. La acumulación de ingresos proveniente del Fondo Nacional de Vivienda (FONAVI), de la recaudación tributaria y de la privatización contribuyó a un superávit de US\$ 400 millones en junio de ese año. (Boloña 1996, 221)¹²

¹⁰ Contra lo que a veces se ha difundido, el golpe tiene su principal razón de ser en la dificultad de Fujimori para lograr la aprobación o la delegación de facultades legislativas en el campo de sus relaciones con la Fuerza Armada.

¹¹ De hecho, la caída más rápida en 1992 ocurre en las actividades con limitaciones por el lado de la oferta.

¹² En 1992 se vendieron diez empresas por un valor de casi US \$ 250 millones (Boloña 1996, 252).

También contribuyen a explicar los interesantes resultados inflacionarios y cambiarios la reducción de 13.1% del salario real entre marzo y octubre, la estabilización del precio real de la gasolina y la caída de los precios agrícolas. Un factor en dirección contraria fué el paso de tasas de interés real para depósitos y colocaciones en moneda extranjera negativas hasta marzo a positivas desde abril. La reversión del retraso cambiario tuvo este efecto inmediato.

El gobierno resistió la reacción empresarial y social a este deterioro con la ayuda de la popularidad ganada gracias al autogolpe. Por otro lado, el negativo efecto internacional de la ruptura institucional fué muy corto. Las reservas, tanto del BCRP como del sistema bancario cayeron por única vez durante abril y ya en mayo y junio habían recuperado respectivamente el nivel previo al autogolpe. La causa inmediata de esta caída momentánea fué la reducción de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario los que sí requirieron 6 meses para recuperar el nivel anterior a la crisis institucional. Estos fuéron los efectos más directos de dicha crisis y muestra, entre otras cosas, el excepcionalmente favorable ambiente internacional y el escaso valor asignado en las finanzas internacionales a la democracia.

Debido al creciente retraso cambiario, después del primer trimestre de 1992 el objetivo del gobierno fue elevar lo más posible la tasa de cambio dentro de los cauces de la política de tipo de cambio flotante y restricción monetaria que se había impuesto. De hecho, todos estos meses la devaluación fué superior a la inflación. El golpe ayudó al cumplimiento de dicho objetivo impulsando una salida inmediata de capitales. También incidió la elevación de la demanda doméstica por dólares tras la devaluación de 7.33% y 11.22% en abril y mayo. Además, la adquisición de dólares por el BCRP subió de US\$ 52 millones en el primer trimestre a US\$ 131 millones en el segundo.

Como indicamos antes, el periodo bajo estudio acaba en el último tercio del año 1992. Desde agosto, al constatarse la severidad de la recesión, el gobierno inicia una política de recuperación de la actividad económica. Se elevó el gasto público y aumentaron los fondos para la lucha contra la pobreza y contra el terrorismo. Un conjunto de medidas tributarias completaban el cambio de acento en la política (Boloña 1996, 221). Los siguientes años hasta el tercer trimestre de 1995 serán de rápida recuperación económica basada primero en el sector primario y luego en la demanda interna. Cuadro 4

CUADRO 4

PERÚ: CRECIMIENTO: 1992-1996

(Variaciones porcentuales con respecto a similar periodo año anterior)

	1992	1993	1994	1995				1996		
				1T	2T	3T	4T	Año	ene.	feb.
PBI TOTAL	-2.6	6.5	12.8	13.2	8.8	6.1	0.7	6.9	-3.7	1.2
Limitados por oferta /1	-5.1	8.2	12.1	6.0	2.0	1.3	-2.2	1.4	-8.0	4.7
Limitados por demanda /2	-2.0	6.8	20.6	22.1	17.5	10.9	2.5	12.6	-0.5	-0.4

/1 Agropecuario, Pesca, Minería y Manufactura procesadora de recursos primarios

/2 Construcción, Comercio y Resto industria (Manufactura)

Fuente: Nota Semanal BCR

Como se muestra en el cuadro anterior, el dinamismo económico logrado declina durante 1995 y se llegan a tasas negativas de crecimiento en el primer trimestre de 1996.

III.- Resumen: algunos mecanismos en juego

La relativamente accidentada que hemos descrito en las páginas anteriores revela la diversa eficacia anti-inflacionaria inmediata de distintas combinaciones de política macroeconómica. Pero no siempre la relación causa-efecto es claramente distinguible. Por ejemplo, es materia de debate la asignación de méritos programáticos por el logro de tan rápida reducción de inflación inmediatamente después del "shock" de agosto. ¿Operó la meta cambiaria y de precios públicos para tal reducción? La flotación sucia, ¿era más sucia que flotación? Esta necesidad de precisar lo esencial de cada momento del proceso de ajuste es, en parte, académica pero no deja de ser importante para juzgar la eficacia y eficiencia de la política anti-inflacionaria. En cualquier caso, el constante cambio entre objetivos monetarios y cambiarios resulta en una trayectoria fluctuante y descendente de la inflación.¹³

El programa fué menos cuestionado cuando las tasas de crecimiento cambiaron de signo. Un rasgo peculiar de los años 1993-1995 ha estado en el rápido crecimiento de la economía. Si bien el ciclo de rápido crecimiento parece haberse agotado durante 1995, el programa estabilizador habría sido capaz de lograr el mejor de los mundos. En los párrafos que siguen vamos a resumir algunos mecanismos que contribuyen a explicar la evolución tanto descrita como la experimentada desde el tercer año de gobierno. Dejamos de lado, pues, los procesos internacionales aunque han sido decisivos para determinar el tipo de retos a los que han tenido que enfrentar los operadores de la política macroeconómica, en especial, el problema de sobrevaluación cambiaria.

Un mecanismo relativamente contraintuitivo que contribuye a explicar ese resultado parte de recordar el marco institucional en el que opera la economía peruana estos años. Se trata de una economía con tasa de cambio oficialmente flotante, aunque la "suciedad" sea tal que periodos enteros sugieren el dominio de metas cambiarias, con plena libertad de capitales y en la que el crédito bancario se realiza principalmente en dólares pero las transacciones corrientes se realizan en moneda nacional.

En ese contexto, por ejemplo, la estrecha relación observada entre, por un lado, las políticas monetarias restrictivas combinadas con la expansión de precios públicos y eventualmente reforzadas para "mayor seguridad" con el control de salarios y, por otro lado, la evolución de la tasa de cambio real puede ser explicada de diversas maneras. Un elemento es, sin duda, el influjo de capitales. Pero este factor importante es insuficiente para los análisis nacionales. Se necesita además una explicación de las razones por la cuales los agentes económicos desean adquirir la moneda nacional con dichos dólares. Por ello, parece necesaria otra

¹³Puede verse una modelización de esta trayectoria en base a expectativas adaptativas en Mendoza 1995.

variante, en parte complementaria, que pone el acento en la política monetaria y de precios públicos internos. El hecho de que los gastos operativos de las empresas, pagos de planillas públicas y privadas, así como las transacciones comerciales en pequeña escala se realicen en soles exige por razones "físicas", dicha transformación cada vez que se altera la relación entre las ofertas de soles y dólares independientemente de las preferencias. (Dancourt y Mendoza 1996, 18) Por otro lado, el trauma hiperinflacionario reciente, la expectativa de devaluación y la inestabilidad de la trayectoria de la tasa de cambio contribuyen a profundizar el proceso de dolarización. (McNellis y Rojas-Suarez 1996) La reforma institucional que liberalizaba las transacciones en dólares y que facilitaba el cambio de monedas contribuyó significativamente a dicho proceso. (Savastano en Chenet???)

Obviamente, el retraso de la tasa de cambio contribuye a la reducción de la inflación nacional. Si bien esa conexión entre restricción monetaria e inflación es más compleja que la que podría hacerse directamente por medio de una hipótesis monetarista simple, creemos que se gana en modelar mejor las diversas situaciones por las que ha pasado la economía peruana recientemente.

Una consecuencia bastante contraintuitiva de este enfoque es que, como la restricción monetaria se traduce en retraso cambiario, el resultado de la lucha anti-inflacionaria es un abaratamiento del crédito en dólares que es dominante en el Perú. De hecho, una tasa de interés que promedie ponderadamente el crédito en moneda nacional y extranjera resulta en una relación positiva entre la evolución del dinero nacional y la tasa de interés relevante para determinar el nivel de actividad económica. Esta relación colabora en la explicación del crecimiento económico registrado después de 1993.

El abaratamiento del crédito cuando se restringe la emisión contribuye a entender también la relación positiva que hay entre dicha restricción y el déficit comercial y en cuenta corriente. Además del efecto que el eventual crecimiento de la economía pueda tener, la política monetaria en el Perú al operar en un sistema bancario dolarizado, con libre movilidad de capitales y tasa de cambio flexible parece haber contribuido más directamente al crecimiento de dicho déficit o por lo menos a su resistencia a desaparecer en un proceso de desaceleración económica como el registrado en 1995-6. "Esta política monetaria restrictiva, a pesar de elevar la tasa de interés en soles, puede empeorar la balanza comercial a través de tres canales. El primero es el clásico, el de la competitividad, ya que esta política hace caer el tipo de cambio. El segundo canal importante en una economía dolarizada, es que la caída en el tipo de cambio pueda abaratar el costo real del crédito y por tanto elevar el gasto agregado. Finalmente, la subida de la tasa de interés en soles, induce a los bancos peruanos a obtener fondos del exterior, con lo cual el volumen total de crédito puede aumentar, lo que también fomenta las importaciones" (Dancourt y Mendoza 1996a, 37) El incentivo para que los bancos introduzcan fondos del exterior proviene de la diferencia entre las tasas activas de interés en el exterior y en el Perú. Además, si bien los depósitos en dólares que se hacen en el Perú están sujetos a un encaje de 45%, los préstamos de los bancos en el exterior no están sujetos a ningún tipo de traba.

V - La sostenibilidad

El desarrollo más novedoso del periodo posterior a 1992 es el rápido crecimiento de la economía durante 1993-1995. Enfrentado el problema del crecimiento mientras se reduce la inflación, la cuestión de la viabilidad futura del programa parecería estar resuelta. La situación no es tan simple. En primer lugar el crecimiento no está asegurado. De hecho, el primer trimestre de 1996 ha registrado, como indicamos arriba, cifras negativas de crecimiento mensual de la producción.

El gran problema es la balanza comercial y en cuenta corriente. Independientemente de la validez de las razones esgrimidas en el capítulo anterior, el hecho es que el déficit en esas cuentas resulta difícil de revertir sin entrar en una franca recesión. La sostenibilidad del crecimiento de una economía que incentiva las importaciones mucho más que las exportaciones será siempre materia de preocupación. La balanza comercial ha registrado un aumento ininterrumpido del déficit pasando de un 15.2% de las exportaciones en 1993 a otro de 22.4% al año siguiente y, finalmente, a uno más profundo de 38% en 1995. Las cifras correspondientes del déficit en la balanza en cuenta corriente son: 46.8%, 46.1% y 67.3% respectivamente (Dancourt y Mendoza 1996b). Cuando un país llega a requerir dos tercios de sus exportaciones para cubrir su déficit en cuenta corriente, el proceso de crecimiento está en cuestión. Todo pasa a depender de la magnitud y celeridad con la que las inversiones en el sector exportador (especialmente minero y petrolero) maduren y de la firmeza en las negociaciones de la deuda externa actualmente en proceso. Hasta ahora, las magnitudes y/o los plazos de inversión no permiten avizorar un retorno al crecimiento basado en fuentes propias de divisas hasta inicios de la próxima década.

La política de "enfriamiento" puesta en marcha desde el tercer trimestre de 1995 se ha concentrado en el aspecto fiscal sin intentar un control más estricto del crédito por ejemplo, frenando el aumento de los pasivos internacionales de la banca. Estos préstamos permiten un mantenimiento del crédito en dólares cuando el BCRP frena el crédito en soles. Este "olvido" no deja de ser una paradoja dentro del enfoque monetario de balanza de pagos. El resultado es una reducción sustancial de las obras públicas que contribuyeron tanto al éxito electoral del Presidente Fujimori en la elección de 1995.

Más en general, el problema se puede plantear en términos de ahorro nacional.

CUADRO 5
PERÚ: CUENTAS EXTERNAS 1987-1995

	PBI (1)	PBI/cap (2)	(Cta. Cta) / PBI (3)	(Ahorro) / PBI (4)	(Inversión) / PBI (4)
1987	4,348	215	-6.0	17.4	21.0
1988	3,965	192	-5.3	15.5	22.0
1989	3,504	166	0.0	17.8	17.6
1990	3,355	158	-3.6	14.1	15.5
1991	3,450	157	-5.1	13.2	16.6
1992	2,369	150	-6.6	12.4	16.6
1993	3,482	153	-6.5	14.5	18.6
1994	3,928	170	-7.5	18.9	24.5
1995	4,199	174	-11.2	22.3	28.9

Fuente: BCRP, Memoria varios años.

1=Nuevos soles de 1979

2=Intis de 1979.

3=Porcentajes

4=Porcentajes

BIBLIOGRAFIA

Alarco, Germán; Del Hierro, Patricia y Salas, Carmen (1990) Economía peruana 1985-1990. Lima: Fundación F. Ebert.

Banco Mundial (1989) Perú. Políticas de control de la hiperinflación y de iniciación de la recuperación económica. Washington.

Banco Mundial (1990) "Comentarios al programa de ajuste" (Documento extraoficial). Citado en Alarco, et.al (1990)

Dancourt, Oscar (1995) "Estabilización y deuda externa. Experiencia y perspectivas". En Gonzalo Portocarrero y Marcel Valcarcel (Eds.) El Perú frente al siglo XXI. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

INEI (1992) Perú: compendio estadístico 1991-1992. Tomos I, II y III. Lima: Instituto Nacional de Estadística e Informática

Dancourt, Oscar y Mendoza, Waldo (1996a), "Flujo de capital, política monetaria y equilibrio externo" Lima: Centro de Investigaciones Sociológicas, Económicas, Políticas y Antropológicas de la Pontificia Universidad Católica del Perú (CISEPA-PUCP). Doc. de trabajo No. 126.

(1996b) Informe de Coyuntura: Primer Trimestre 1996. Lima: CISEPA-PUCP. Serie de Informes de Coyuntura No. 6.

Figueroa, Adolfo; Altamirano, Teófilo y Sulmont, Denis (1996) Exclusión y desigualdad en el Perú. Lima: Organización Internacional del Trabajo. Oficina Regional para América Latina y el Caribe.

Iguñiz, Javier (1991a). "Ajuste e inflación en el Plan Fujimori". En Ruzenski, Guillermo (Comp.) Elecciones y política económica en América Latina. Buenos Aires: Tesis-Norma.

(1991b) "Comment". En: Dornbusch, Rudiger and Edwards, Sebastian (Eds.) Macroeconomics of Populism in Latin America. Chicago: University of Chicago Press.

(1996) "The Difficult Moments of the Fujimori Economic Strategy". En: González Olarte, Efraín (Ed.) The Peruvian Economy and Structural Adjustment: Past, Present and Future. Miami: North-South Center Press.

Igulliz, Javier; Basay, Rosano y Rubio, Mónica (1993) Los ajustes Perú 1975-1992 Lima: Fundación F. Ebert.

INE (1981), Informe estadístico. Enero-marzo 1981. Lima: Instituto Nacional de Estadística.

McNellis, Paul and Rojas-Suarez, Liliana. (1996) "Exchange Rate Depreciation, Dollarization and Uncertainty: A Comparison of Bolivia and Peru". Washington: Inter American Development Bank, March 1996. Working Paper Series 325.

Mendoza, Waldo (1995), "Dinero, tipo de cambio y expectativas" Lima: CISEPA-PUCP. Documento de trabajo No. 122, agosto.

Lago, Ricardo (1991), "The Illusion of Pursuing Redistribution through Macropolicy: Peru's Heterodox Experience 1985-1990". En: Dornbusch, Rudiger and Edwards, Sebastian (Eds.) The Macroeconomics of Populism in Latin America Chicago. University of Chicago Press.

Seminario, Bruno (1995), Reformas estructurales y política de estabilización. Lima: Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico y Consorcio de Investigación Económica.

Tuesta Soldevilla, Fernando (1994), Perú político en cifras. Lima: Fundación F. Ebert.

Velarde, Julio (1992), "El manejo económico de corto plazo durante los dos primeros años del gobierno de Fujimori" Lima: Consorcio de Investigación Económica Boletín de opinión 6 (noviembre)

(1995) "Liberalización del sistema financiero. El caso peruano". En: Retos y perspectivas de la economía peruana. Lima: Consorcio de Investigación Económica. Boletín de opinión No 16, febrero.

Velarde, Julio y Rodríguez, Martha (1996) "El programa de estabilización y el atraso cambiario. Perú 1990-1994" En: Macroeconomía y política de estabilización en el Perú. Lima: Consorcio de investigación económica. Boletín de opinión, marzo de 1996, No 24.

Webb, Richard y Fernández Baca, Graciela. (1990) Almanaque estadístico. Perú en números 1990. Lima: CUANTO S.A.

(1991) Almanaque estadístico. Perú en números 1991 Lima: CUANTO S.A.

(1995) Perú'95 en números. Anuario estadístico. Lima: CUANTO S.A.

CUADRO A.2
PERU: INDICADORES FISCALES

	Deficit o Superavit del Gob. Central (Mill. dólares) (1)	Ingresos Corrientes Recaud. del Gobierno Central (2)	Gastos Corrientes Recaud. del Gobierno Central (2)	Ingresos corrientes / Ing. Corri. (%)	Remunerac. Gastos Corri. (%)	Remunerac. Real de Emp. Públicas (2)
1989 (3)	-114.4	100	100	4.36	35.46	100
1990						
Jul	-100.82	91.32	106.81	1.70	34.84	82.30
Ago	-28.32	82.25	72.56	27.27	26.13	37.52
Sep	98.13	120.87	67.69	31.42	25.01	40.19
Oct	-83.33	121.05	75.06	21.10	20.59	36.67
Nov	139.29	157.79	89.77	24.87	16.39	34.63
Dic	14.46	137.20	82.63	23.11	27.51	27.99
1991						
Ene	106.89	152.59	89.05	28.83	17.77	34.65
Feb	45.32	105.36	58.78	27.72	15.71	38.35
Mar	-57.32	98.14	53.42	27.16	16.44	35.61
Abr	80.79	143.45	54.58	21.73	15.98	33.66
May	11.07	116.36	57.04	27.05	20.10	31.28
Jun	41.52	98.87	49.73	26.86	20.42	30.38
Jul	56.24	125.72	57.88	25.08	20.32	27.83
Ago	72.58	108.66	46.88	26.15	17.08	42.48
Sep	-148.18	124.36	55.59	30.17	14.31	40.23
Oct	81.19	124.87	54.49	25.05	17.25	38.68
Nov	22.54	118.63	57.33	25.96	17.64	39.62
Dic	276.92	122.86	89.56	23.00	19.14	36.49
1992						
Ene	93.37	124.77	47.31	21.85	17.81	43.26
Feb	-2.77	110.73	48.24	17.94	16.82	43.20
Mar	8.17	119.27	53.17	17.08	17.31	40.45
Abr	46.27	130.87	59.39	16.65	23.45	39.31
May	56.32	115.25	52.78	18.08	18.06	38.44
Jun	37.37	118.75	50.54	18.12	18.10	37.16
Jul	85.10	125.04	56.79	17.66	22.44	35.92
Ago	34.90	129.70	83.74	17.10	17.10	46.00
Sep	-79.20	127.20	49.20	18.30	20.30	44.80
Oct	-1.00	132.50	54.10	18.10	20.50	43.30
Nov	-50.10	135.30	65.30	19.00	17.40	41.80
Dic	-34.25	133.10	68.98	18.20	18.45	40.89

FUENTE: BCR. Nota Semanal; INE; CEDEAL. Situación Lascomarcas.

(1) Incluye sólo pasaje efectivo y pagos netos por deuda externa.

(2) Numeros Indices.

(3) Las columnas primera y quinta se han estimado utilizando la tasa promedio.

INDICADORES FINANCIEROS

	Liquidez		Tasa de Emisión		Tasa de Encaje		Tasa de Encaje		Tasa de Encaje		Tasa de Interés en Moneda Nacional		Tasa de Interés en Moneda Exterior		Tipo de Cambio	
	Real	Primería Real	(1)	(1)	Encaje	Encaje	Exigible	Pasiva	Activa	(3)	(4)	Pasiva	Activa	Real	Real	(6)
1990																
Ene	96 06	56 08	33 40	37 36	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	100 00	nd	nd
Feb	89 23	60 09	29 50	38 65	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	70 98	nd	nd
Mar	87 98	135 27	34 50	36 99	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	82 06	nd	nd
Abr	78 42	59 34	33 00	44 43	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	89 79	nd	nd
May	76 29	95 40	37 70	40 94	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	96 86	nd	nd
Jun	76 99	115 14	42 80	35 11	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	122 95	nd	nd
Jul	67 81	74 78	32 80	38 70	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	127 83	nd	nd
Ago	29 08	42 12	63 40	56 83	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	86 16	nd	nd
Sep	44 93	87 22	70 00	38 22	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	80 52	nd	nd
Oct	53 46	81 90	73 90	43 52	7 15	17 08	43 52	7 15	17 08	15 81	15 81	7 21	15 81	75 25	15 81	15 81
Nov	56 10	82 19	67 30	43 80	6 12	15 15	43 80	6 12	15 15	18 24	18 24	7 46	18 24	68 92	18 24	18 24
Dic	48 81	68 00	49 10	43 15	5 10	14 91	43 15	5 10	14 91	16 32	16 32	7 84	16 32	68 44	16 32	16 32
1991																
Ene	38 42	58 30	67 30	45 51	6 02	19 11	45 51	6 02	19 11	15 16	15 16	7 18	15 16	59 17	15 16	15 16
Feb	40 86	57 08	57 90	45 58	8 49	23 87	45 58	8 49	23 87	16 59	16 59	6 43	16 59	54 64	16 59	16 59
Mar	46 88	60 10	50 30	36 11	9 42	25 6	36 11	9 42	25 6	17 34	17 34	6 74	17 34	52 13	17 34	17 34
Abr	51 04	59 01	40 30	33 93	7 49	18 06	33 93	7 49	18 06	19 41	19 41	8 40	19 41	56 51	19 41	19 41
May	49 65	55 63	36 00	33 46	6 67	15 96	33 46	6 67	15 96	20 07	20 07	9 18	20 07	64 89	20 07	20 07
Jun	51 02	56 64	37 70	32 13	7 28	17 47	32 13	7 28	17 47	19 18	19 18	9 51	19 18	63 33	19 18	19 18
Jul	51 02	54 73	37 80	28 61	9 28	18 98	28 61	9 28	18 98	20 14	20 14	11 23	20 14	56 41	20 14	20 14
Ago	51 88	54 35	40 30	26 64	9 62	16 38	26 64	9 62	16 38	20 27	20 27	11 31	20 27	50 83	20 27	20 27
Sep	53 58	54 28	35 80	20 48	5 58	12 68	20 48	5 58	12 68	19 8	19 8	8 41	19 8	49 10	19 8	19 8
Oct	56 37	54 13	31 40	26 39	4 42	10 99	26 39	4 42	10 99	20 68	20 68	8 40	20 68	53 38	20 68	20 68
Nov	58 18	53 89	30 20	25 84	4 42	10 54	25 84	4 42	10 54	20 3	20 3	8 53	20 3	57 08	20 3	20 3
Dic	60 17	55 78	20 80	24 40	4 44	10 85	24 40	4 44	10 85	21 07	21 07	8 54	21 07	54 18	21 07	21 07
1992																
Ene	58 26	55 20	27 60	22 80	4 40	10 62	22 80	4 40	10 62	20 83	20 83	8 54	20 83	51 57	20 83	20 83
Feb	60 28	54 03	23 90	19 46	3 93	8 84	19 46	3 93	8 84	19 14	19 14	8 43	19 14	48 46	19 14	19 14
Mar	58 21	51 81	23 20	17 28	3 40	8 33	17 28	3 40	8 33	19 86	19 86	7 78	19 86	44 29	19 86	19 86
Abr	58 07	51 92	18 40	15 68	2 96	7 29	15 68	2 96	7 29	17 21	17 21	6 59	17 21	46 14	17 21	17 21
May	57 54	52 36	21 50	15 27	3 07	7 83	15 27	3 07	7 83	19 1	19 1	6 65	19 1	49 27	19 1	19 1
Jun	58 41	52 84	24 00	14 49	3 17	7 84	14 49	3 17	7 84	19 03	19 03	6 58	19 03	49 36	19 03	19 03
Jul	60 90	54 02	15 20	10 56	3 21	8 11	10 56	3 21	8 11	18 9	18 9	6 84	18 9	50 04	18 9	18 9
Ago	58 84	54 23	21 10	10 58	3 20	8 14	10 58	3 20	8 14	19 89	19 89	6 61	19 89	50 85	19 89	19 89
Sep	57 98	54 78	25 20	10 18	3 10	7 38	10 18	3 10	7 38	16 91	16 91	6 42	16 91	52 55	16 91	16 91
Oct	58 80	53 98	21 60	10 64	3 03	7 48	10 64	3 03	7 48	17 4	17 4	6 28	17 4	57 39	17 4	17 4
Nov	58 20	54 32	27 00	10 21	3 00	7 14	10 21	3 00	7 14	16 75	16 75	8 32	16 75	57 86	16 75	16 75
Dic	62 30	57 84	18 00	9 28	3 02	8 50	9 28	3 02	8 50	17 53	17 53	6 28	17 53	58 25	17 53	17 53

FUENTE: BCR - CEDEAL: Situación Latinoamericana (Varios)

(1) Números índices en moneda nacional. Fin de Mes

(2) Promedio del Sistema Bancario en Moneda Nacional

(3) Tasa nominal mensual de la banca comercial

(4) Sobregiros de la Banca Comercial

(5) Tasa Anual Banca Comercial

(6) Números índices

CUADRO A.4
INFLACION, DEVALUACION, "GASOLINAZOS" Y CANTIDAD DE DINERO
(Variación porcentual mensual %)

	IPC	IPM	DEVALUACION	PRECIO GASOLINA	EMISION PRIMARIA
1989 (3)	30.43	28.98	33.62	27.82	30.38
1990					
Jul	63.20	76.14	59.39	52.22	40.10
Ago	307.00	333.79	168.35	1565.34	179.90
Set	13.80	35.07	35.61	29.27	61.59
Oct	9.60	5.88	3.61	0.00	33.58
Nov	5.90	4.86	-1.89	-4.77	6.26
Dic	23.70	12.16	22.45	17.42	2.34
1991					
Ene	17.80	13.61	1.22	24.83	1.15
Feb	9.40	5.00	0.59	1.16	6.94
Mar	7.70	2.95	2.75	0.00	13.41
Abr	5.80	2.90	12.50	1.70	3.67
May	7.60	10.48	16.19	1.31	1.45
Jun	9.30	8.62	7.55	14.42	9.31
Jul	9.10	5.10	-3.51	12.97	7.32
Ago	7.20	4.10	-3.64	13.49	6.45
Set	5.60	2.40	0.00	15.41	5.48
Oct	4.00	4.90	16.35	12.49	3.71
Nov	4.00	6.50	10.81	2.57	3.53
Dic	3.70	3.20	-1.85	-1.57	7.34
1992					
Ene	3.50	1.90	-1.00	0.31	2.43
Feb	4.70	1.30	-2.01	0.76	2.45
Mar	7.40	3.50	-2.05	6.02	2.97
Abr	3.20	2.50	7.33	4.22	3.47
May	3.40	5.30	11.22	6.40	4.38
Jun	3.60	2.50	3.51	9.39	4.41
Jul	3.50	3.00	4.66	7.08	5.71
Ago	2.80	4.00	4.05	10.39	3.39
Set	2.60	3.10	7.00	8.81	3.44
Oct	3.60	7.30	12.85	0.04	2.00
Nov	3.51	4.62	4.12	0.12	4.42
Dic	3.85	2.75	1.20	3.45	10.60

FUENTE: BCR. Nota Semanal, INEI, CEDEAL. Situación Latinoamericana

CUADRO A.5
NIVEL DE ACTIVIDAD PRECIOS RELATIVOS Y EMPLEO
(Valores Reales)

		PBI Global	PBI Industrial	Empleo Manufactura	Salario Real	Precios Públicos	Precio Gasolina	Precios Agrícolas
1990								
	Jul	94.13	87.31	97.31	78.89	94.79	49.78	87.32
	Ago	82.98	73.58	96.96	38.58	317.65	235.90	55.88
	Set	73.92	59.05	94.25	45.96	362.01	276.33	87.28
	Oct	79.82	72.48	92.61	51.16	330.25	252.13	76.03
	Nov	89.14	80.50	93.31	55.50	296.89	238.08	83.64
	Dic	86.36	91.84	94.14	47.23	281.77	255.01	87.78
1991								
	Ene	104.76	108.20	94.61	44.87	298.50	266.26	87.16
	Feb	102.30	96.68	95.08	45.30	275.98	243.38	85.59
	Mar	96.00	94.37	95.43	44.67	256.23	225.98	86.64
	Abr	102.81	104.33	94.61	45.43	246.20	225.24	86.84
	May	99.29	99.98	93.31	46.11	231.72	212.94	83.95
	Jun	95.80	96.61	92.49	46.01	242.66	217.94	84.65
	Jul	98.78	99.59	92.64	45.35	251.37	225.49	86.85
	Ago	93.93	94.54	92.64	45.30	266.01	232.93	86.27
	Set	90.13	89.89	91.31	45.85	290.84	240.83	88.73
	Oct	94.31	94.82	90.02	45.98	314.75	241.51	88.31
	Nov	96.39	94.77	89.43	45.53	310.54	244.72	87.56
	Dic	87.42	92.64	89.19	46.51	294.64	238.37	89.44
1992								
	Ene	103.78	101.13	87.55	47.00	285.44	230.31	91.21
	Feb	100.83	93.01	86.96	46.44	274.59	219.97	91.29
	Mar	98.95	97.43	86.13	45.06	270.96	204.82	93.33
	Abr	95.36	90.40	85.43	44.65	273.70	207.40	91.51
	May	94.39	91.60	84.96	44.14	281.53	208.26	89.78
	Jun	92.13	88.18	83.78	43.55	297.31	209.36	88.13
	Jul	91.19	83.60	82.60	42.32	307.62	207.65	87.61
	Ago	89.00	83.76	81.63	41.23	330.52	202.86	88.29
	Set	86.30	83.94	80.80	39.89	349.52	202.81	87.54
	Oct	91.60	84.65	79.90	39.21	297.40	204.77	84.11
	Nov	91.45	85.32	78.65	38.26	288.90	197.90	83.81
	Dic	92.01	85.65	79.92	37.26	283.65	197.50	84.11

FUENTE: BCR. Nota Semanal. INEI. CEDEAL. Situación Latinoamericana

CUADRO A.6
ESTRUCTURA DE LOS DEPOSITOS Y CREDITOS DE LA BANCA COMERCIAL
(Millones de Dólares)

	Depós en mon. nac (1)	Depós en mon. extranj.	Depos mon. extranj./ Dep totales	Crédit. en mon. nac (1)	Crédit. en mon. extranj.	Crédit mon extranj./ Créd totales
1989	705	514	42.2	328	528	61.8
1990						
Jul	223	374	62.6	130	440	77.2
Ago	195	359	64.8	87	456	83.9
Set	402	435	52.0	172	387	69.2
Oct	508	539	51.5	222	419	65.4
Nov	570	653	53.4	339	463	57.7
Dic	444	758	63.0	255	451	63.9
1991						
Ene	450	853	65.5	351	499	58.7
Feb	487	932	68.6	361	547	60.2
Mar	621	1038	62.6	462	565	55.0
Abr	545	1138	67.8	432	635	59.8
May	491	1309	72.7	429	732	63.0
Jun	582	1441	72.0	420	792	65.3
Jul	642	1650	72.0	493	942	65.8
Ago	705	1750	71.3	517	1008	66.1
Set	750	1814	70.7	567	1054	65.0
Oct	668	1907	74.1	586	1073	64.7
Nov	658	2057	75.8	609	1140	65.2
Dic	736	2144	74.4	583	1241	68.0
1992						
Ene	785	2258	74.2	623	1301	67.8
Feb	858	2304	72.9	639	1387	68.5
Mar	877	2339	72.7	685	1432	67.8
Abr	818	2114	72.1	741	1439	66.0
May	773	2154	73.8	727	153	66.7
Jun	744	2280	75.2	893	1471	68.0
Jul	786	2302	74.6	670	1585	70.0
Ago	776	2297	74.8	644	1598	71.3
Set	709	2430	77.4	622	1644	72.6
Oct	641	2508	79.7	616	1638	72.6
Nov	651	2608	80.1	579	1704	74.60
Dic	680	2635	80.6	595	1715	74.88

FUENTE BCR Nota Semanal, INEI, CEDEAL Situación Latinoamericana

(1) Calculados a partir de la tasa de cambio del mercado paralelo a fin de periodo

CUADRO A.7
BALANZA DE PAGOS
 (En millones de US dólares)

	Balanza por		Capitales a		Caps. a Corto Plazo y E u O.	Saldo Bza. de Pagos
	Cuenta Corriente	Largo Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo		
1990	I	-535	212	-306	-629	
	II	-289	197	22	-80	
	III	-145	196	532	583	
	IV	-113	178	197	262	
1991	I	265	82	308	125	
	II	-336	192	516	372	
	III	-484	-32	721	225	
	IV	-519	463	585	529	
1992	I	-560	156	518	114	
	II	-449	164	386	101	
	III	-547	199	506	158	
	IV	-473	93	499	119	

FUENTE: BCR: Nota Semanal, INEI, CEDEAL: Situación Latinoamericana

CUADRO A.8
TASAS MENSUALES DE INTERES REAL DE LA BANCA COMERCIAL

	Tasas de interés moneda nacional		Tasas de interés moneda extranjera		Tasa de interés		Tasa de interés	
	Activa (1)	Pasiva (2)	Activa (1)	Pasiva (2)	Activa Ponderada (3)	Pasiva Ponderada (3)	Activa Ponderada (4)	Pasiva Ponderada (4)
1990								
Oct	6.82	-2.24	-4.30	-4.92	-0.45		-3.62	
Nov	6.73	0.21	-6.16	-6.79	0.12		-3.53	
Dic	-7.11	-15.04	0.24	-0.39	-2.41		-5.61	
1991								
Ene	1.11	-10.00	-13.06	-13.58	-7.21		-12.34	
Feb	13.23	-0.83	-6.87	-7.58	1.11		-5.33	
Mar	16.62	1.60	-3.31	-4.07	5.65		-1.95	
Abr	14.35	1.60	8.02	7.05	10.58		5.28	
May	8.88	-0.86	19.11	18.14	15.34		13.96	
Jun	8.33	-1.65	-0.08	-0.86	2.83		-1.13	
Jul	9.42	0.16	-10.14	-10.77	-3.42		-7.71	
Ago	10.67	2.26	-8.63	-9.30	-2.08		-5.98	
Set	6.98	-0.04	-3.69	-4.59	0.04		-3.26	
Oct	6.75	0.40	13.82	12.63	11.32		9.46	
Nov	6.63	0.40	8.41	7.25	7.79		5.61	
Dic	6.99	0.71	-3.79	-4.80	-0.34		-3.39	
1992								
Ene	7.32	0.87	-2.65	-3.69	0.58		-2.51	
Feb	5.43	-0.74	-4.76	-5.78	-1.55		-4.41	
Mar	2.06	-3.72	-7.27	-8.23	-4.25		-7.00	
Abr	4.93	-0.23	5.56	4.56	5.35		3.22	
May	4.65	-0.32	9.20	8.14	7.75		5.91	
Jun	4.81	-0.42	1.47	0.44	2.57		0.23	
Jul	5.02	-0.28	2.71	1.66	3.41		1.17	
Ago	5.74	0.39	2.61	1.76	3.65		1.41	
Set	5.80	0.49	5.79	4.83	5.76		3.85	
Oct	4.60	-0.65	10.30	9.40	8.87		7.31	
Nov	4.90	-0.51	2.10	1.21	2.81		0.91	
Dic	4.60	-0.62	-1.10	-2.21	0.32		-1.72	

FUENTE: BCR, Nota Semanal INEI, CEDEAL Situación Latinoamericana

(1) Sobregiro de la Banca Comercial

(2) Tasa Nominal Mensual de la Banca Comercial

(3) Promedio calculado ponderando la primera y tercera columnas por la estructura de créditos

(4) Promedio calculado ponderando la segunda y tercera columnas por la estructura de créditos

CUADRO A.9
BALANZA EN CUENTA CORRIENTE NO FINANCIERA
 (En millones de US dólares)

	Exportaciones FOB	Importaciones FOB	Balanza Comercial	Bza. Servicios No Financieros
1990				
I	785	621	-158	-187
II	755	693	62	-155
III	892	700	192	-156
IV	819	577	242	-167
1991				
I	833	729	104	-162
II	894	850	44	-178
III	826	919	-93	-204
IV	776	996	-220	-180
1992				
I	854	1060	-206	-214
II	867	952	-85	-215
III	853	1010	-157	-221
IV	910	1029	-119	-200

FUENTE: BCR: Nota Semanal, INEI, CEDEAL. Situación Latinoamericana

CUADRO A.1
FUENTES DE VARIACION DE LA EMISION PRIMARIA
(Miliones de dólares)

	Emisión Primaria	Compras de Activos Ext (1)	Crédito a la Banca Comercial (2)	Credito al Sector Público (3)	Reservas Internac. Netas del BCR	Depósitos en el Extranj del BCR	Depósitos de la Banca en el BCR
1989(4)	182.29	n d	5.01	189.88	191	356	n.d
1990							
Ene	105.64	43.07	1.19	192.19	301	385	n.d
Feb	111.98	39.15	20.73	198.75	131	230	n.d
Mar	252.08	40.15	14.55	348.79	-37	150	n.d
Abr	110.59	27.94	4.58	148.27	-119	108	n.d
May	177.78	38.15	7.07	303.68	-152	101	n.d
Jun	214.58	20.00	10.62	210.89	-143	107	n.d
Jul	139.37	38.77	3.34	97.40	-105	116	n.d
Ago	382.43	254.41	-2.50	129.21	142	375	n.d
Sep	305.12	272.59	-1.21	-21.20	427	572	n.d
Oct	220.08	180.88	-0.72	44.02	585	697	n.d
Nov	55.82	43.83	-0.40	34.94	572	606	n.d
Dic	18.10	0.74	-0.48	4.58	531	533	281
1991							
Ene	9.01	25.13	-0.07	-13.50	451	478	302
Feb	54.65	94.74	0.01	-65.65	419	461	320
Mar	109.88	109.70	-0.01	-23.52	499	537	313
Abr	31.96	104.88	-0.01	-98.13	599	773	429
May	9.86	65.19	0.00	-78.65	623	746	483
Jun	59.71	90.10	-0.01	-31.35	754	834	507
Jul	53.16	89.41	0.00	-20.32	802	1,051	534
Ago	52.17	144.36	16.19	-92.32	900	1,154	581
Sep	47.18	115.05	38.30	-55.98	944	1,091	588
Oct	28.98	32.81	17.64	-29.38	1,014	1,212	648
Nov	25.81	17.20	0.40	2.00	1,155	1,367	770
Dic	56.62	49.65	-37.21	2.79	1,304	1,598	789
1992							
Ene	20.30	46.13	4.42	-39.70	1,355	1,558	840
Feb	21.44	60.10	6.46	-43.69	1,398	1,569	862
Mar	27.12	65.03	8.58	-56.86	1,415	1,579	849
Abr	30.44	58.83	3.80	-15.71	1,326	1,538	747
May	35.79	48.58	20.53	-31.58	1,418	1,524	806
Jun	36.27	72.20	-2.03	3.05	1,578	1,684	804
Jul	46.88	69.07	-21.46	23.18	1,670	1,808	906
Ago	28.25	55.18	17.51	12.61	1,679	1,813	935
Sep	27.71	50.04	-11.20	18.90	1,846	1,940	908
Oct	15.04	21.28	4.71	3.29	1,842	1,878	976
Nov	29.34	48.65	-12.79	-22.36	1,857	1,863	1,068
Dic	81.36	82.78	-1.90	-1.41	2,001	1,983	1,139

FUENTE: BCR - CEDEAL. Situación Latinoamericana (Varios)

(1) Incluye compras del BCR de dólares y Certificados de Divisas

(2) Crédito del BCR a la Banca Comercial

(3) Crédito del BCR al Sector Público, al Banco de la Nación, menos pago por Deuda Pública Externa Neta

(4) En las cuatro primeras columnas se realiza la conversión a la tasa de cambio promedio del periodo