

# EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA PERUANA EN 1998 Y PERSPECTIVAS PARA 1999

Elmer Cuba<sup>1</sup>  
MACROCONSULT

## MARCO GENERAL

En el primer semestre del año pasado, la economía peruana sufrió dos importantes *shocks* de oferta que afectaron la actividad económica y sobre todo las exportaciones. Esos dos *shocks* fueron, de un lado, el Fenómeno El Niño, que golpeó fuertemente la pesca, la agricultura y, en menor medida, la minería; y que dañó significativamente la infraestructura del país, en particular, en la zona de la Costa norte y en el departamento de Ica. De otro lado, la crisis asiática provocó indirectamente un deterioro de los términos de intercambio y, en un contexto de mayor turbulencia en los mercados internacionales de capital, un incremento en la percepción de riesgo de los países emergentes, que se reflejó en un encarecimiento del financiamiento externo.

En el segundo semestre de 1998, la economía peruana volvió a sufrir un duro golpe, que esta vez tomó la forma de un violento *shock* de demanda. Luego de la crisis rusa se observó una salida de capitales generalizada en los países emergentes, los que vieron deteriorados sus indicadores de riesgo. Esta salida masiva de capitales, que se refugiaron principalmente en bonos del tesoro norteamericano, generó un efecto 'contagio' dentro del cual era difícil distinguir los riesgos de países individuales. Además, la lógica misma de minimizar las pérdidas incurridas por los inversionistas internacionales los obligaba a liquidar sus posiciones en otras economías emergentes, cuya situación económica aún no había sido afectada por la crisis.

Aunque las crisis asiática y rusa tuvieron un fuerte impacto en la mayoría de países de la región, éstos mostraron diferentes grados de fortaleza macroeconómica. Si bien la crisis internacional afectó más a los países que tenían débiles posiciones fiscales y regímenes cambiarios fijos o poco flexibles,

---

<sup>1</sup> El autor agradece la colaboración de Luis Triveño y Daniel Córdova E. en la elaboración del presente trabajo.

la economía peruana, que era diferente en estos aspectos, sufrió también fuertemente los efectos adversos de estas crisis. Esta situación se explica, básicamente, por el relativo descuido con respecto al riesgo que se tomó al permitir un rápido endeudamiento de corto plazo en el sistema financiero.

La excesiva confianza en los fundamentos de la economía peruana, entre ellos su elevado nivel de reservas internacionales, otorgó –inicialmente- al anterior del equipo económico una gran tranquilidad, que arrojaba dudas con respecto a que las autoridades económicas tuvieran realmente conciencia de la magnitud del ajuste que eventualmente podrían verse precisadas a realizar. Finalmente, esta actitud se transformó en extrema prudencia y terminó con un cambio ministerial.

Como se ha mencionado, el flanco más débil del cuadro de estabilidad macroeconómica resultó ser la dependencia de capitales de corto plazo para completar el financiamiento del déficit externo (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) y para financiar la creación de oferta monetaria.

Para llevar a cabo sus transacciones, la economía peruana utiliza corrientemente dos monedas: el nuevo sol y el dólar. En la actualidad, no existen cálculos exactos sobre la proporción de transacciones que se hace en cada moneda; sin embargo, existen indicadores indirectos, como los depósitos a la vista en ambas monedas (50%) y la participación de la moneda extranjera en el crédito total otorgado por el sistema bancario (80%). En cualquier caso, la evolución de la oferta de dinero para satisfacer las demandas de ambas monedas puede generar desviaciones importantes en la trayectoria de la demanda agregada.

En el caso peruano, la creación de soles pasa por la compra de dólares, mientras que la evolución de la oferta de dinero en dólares depende enteramente de los flujos netos de capital. El Banco Central (BCR) ha decidido manejar la creación monetaria en dólares a través del encaje a los depósitos en moneda extranjera, dejando en libertad a los recursos que entran directamente del exterior. En ambos casos, el impulso monetario (*shock*) proviene del

exterior mientras que el Banco Central solamente escoge la proporción de este *shock* que tomará la forma de expansión de la oferta monetaria en soles, para adecuarse a sus estimaciones de demanda de dinero en moneda nacional. Por ello, la crisis rusa tomó la forma de un enorme *shock* de demanda, lo que afectó la evolución de la oferta total de dinero.

Finalmente, en los primeros días del presente año, la economía peruana volvió a sufrir otro *shock*, esta vez como consecuencia de la crisis brasileña. En esta oportunidad se observó un fuerte aumento del tipo de cambio real, que en el mediano plazo tomaría la forma de un *shock* positivo de demanda (se sustituyen importaciones y aumenta la demanda externa) si se lograba mantener y/o aumentar los nuevos niveles alcanzados por dicha variable. Sin embargo, en el corto plazo, el efecto inicial afecta negativamente la actividad económica de los sectores no transables y, dado el descalce de monedas de la mayoría de acreedores del sistema financiero, provoca un aumento de las carteras pesadas en las entidades financieras.

Según el Presidente de la República, el nuevo gabinete ha entrado para cumplir tres grandes objetivos: reducir la pobreza, reducir el desempleo y el subempleo, y lograr el crecimiento sostenido. En principio, pocos pueden estar en desacuerdo con estos objetivos. Sin embargo, como se sabe, el logro de estos objetivos requiere de un periodo de varios años. Nadie termina con la pobreza ni logra el crecimiento 'sostenido' en sólo un año. Justamente por ello, el horizonte de planeación de las autoridades políticas y económicas debería ser de más largo plazo, más allá de un año o incluso más allá de un periodo de gobierno. Definitivamente, para que funcionen y sean útiles, las políticas públicas se deben diseñar y llevar a cabo pensando en el bienestar del país y no en función de otros objetivos inferiores.

En el plano macroeconómico, el objetivo es provocar un cambio en el estado de las expectativas internas y externas sobre las fortalezas y oportunidades de la economía peruana. Asimismo, los principales candidatos a la presidencia deberán respaldar el grueso de resultados económicos y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Solamente de esta manera se podría generar

un nuevo ciclo de inversión y continuar llevando a cabo el proceso de privatizaciones y concesiones. De otro lado, urge romper el ciclo depresivo con políticas fiscales y monetarias más ágiles, aunque sin poner en riesgo la 'sostenibilidad' fiscal y de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La inflación ya no es un problema mayúsculo; seguramente en los próximos meses aumentará, pero cerraría el año aproximadamente en tasas de 5.5%. Asimismo, el déficit externo se ha venido reduciendo rápidamente desde el año pasado, tal como lo muestran las cifras trimestrales, y llegaría a alrededor de 4.2% en 1999. Por ambas razones, habría algún margen para suavizar el ajuste.

Sin embargo, también existen riesgos y debilidades. La fragilidad institucional y la concentración del poder no permiten un manejo adecuado y eficiente del país. Asimismo, algunas declaraciones presidenciales muestran, entre otras cosas, cierta falta de convencimiento en el programa económico, lo que también termina afectando las expectativas de los agentes económicos y la percepción del país en los mercados financieros internacionales. Quizás por ello el nuevo equipo económico ha venido trabajando en un nuevo Acuerdo de Facilidad Ampliada para el periodo 1999-2001.

A continuación se presenta una revisión del comportamiento observado en los sectores real, precios, fiscal, monetario, financiero y externo. Posteriormente, se plantean algunos temas de reflexión sobre la política macroeconómica actual.

## **SECTOR REAL**

Durante el primer semestre de 1998, la actividad económica mostró los estragos del Fenómeno El Niño y, en menor medida, los efectos de la crisis asiática. Estos impactos negativos comenzaron a desaparecer en el tercer y cuarto trimestre del año pasado. En este último trimestre, el sector agropecuario se expandió en 15.4%, la pesca en 53.2%, mientras que la minería lo hacía en alrededor de 9.7%.

En cuanto al tipo de gasto, se apreció una mayor importancia de las exportaciones y del sector público en el crecimiento de la economía en 1998. La demanda interna registró una caída de 0.1%, principalmente asociada a los retrocesos mostrados por el consumo y la inversión privados (de 0.3% y 0.4%, en cada caso), evolución que fue atenuada por el sector público, que vio expandirse su nivel de consumo (1.2%) e inversión (0.1%). La mencionada evolución de la demanda afectó la actividad económica en todos los sectores que dependen de esta variable, tal como se aprecia en los cuadros 1 y 2 y en el gráfico 1.

## **INSERTAR CUADROS 1 Y 2**

### **INSERTAR GRÁFICO 1**

La evolución de la cantidad total de dinero (medida en moneda extranjera) comenzó a ser negativa a partir de setiembre de 1998, con lo cual las tasas de interés sufrieron un sensible aumento. De igual manera, luego de la crisis rusa, se cerraron varias líneas de crédito y muchos bancos tuvieron que pagar sus acreencias de corto plazo con el exterior, motivando así una contracción en el ritmo de crecimiento del crédito, que no pudo ser completamente atenuada por la reducción del encaje promedio en moneda extranjera. Estas nuevas condiciones en el mercado monetario y crediticio también se reflejaron en la evolución de corto plazo de la demanda agregada interna.

Asimismo, la política fiscal reaccionó de manera abiertamente procíclica, reduciendo los gastos corrientes y de capital, especialmente en el último trimestre de 1998, con la finalidad de cumplir con los compromisos pactados con el Fondo Monetario Internacional. A pesar de ello, no se pudo cumplir la meta inicial de superávit primario del sector público no financiero, que ascendía a 1.8% del PBI, lográndose apenas 1.2%, lo que se reflejó en un déficit fiscal de 0.6% del PBI, cifra que contrasta con el equilibrio fiscal logrado en 1997.

Esta política fiscal junto con la política monetaria (entendida en un sentido amplio, soles y dólares) fueron cómplices de la crisis rusa en provocar una

violenta disminución de la demanda interna, situación que no se ha revertido en el primer trimestre de 1999.

## **PRECIOS**

La tasa de inflación anualizada, que había alcanzado el 6.5% en diciembre de 1997, se aceleró hasta 8.4% en abril de 1998, como reflejo del aumento en los precios de los principales alimentos, acusando el impacto inflacionario del Fenómeno El Niño, que fue menor en Lima con relación a otras ciudades del país.

Posteriormente, la tasa de inflación mensual comenzó a desacelerarse, incluso llegó a mostrar tasas negativas en setiembre-octubre y una tasa de 0% en noviembre, reflejando los menores precios absolutos de los alimentos una vez terminado el Fenómeno El Niño. De esta manera, la inflación se redujo a 6% al cierre del año 1998, mostrando paradójicamente (en el año de El Niño) una menor inflación anual que en 1997.

En los primeros dos meses del año 1999, los alimentos han continuado mostrando tasas negativas en su evolución mensual. Al comparar los meses del verano de 1998 -con inflación alta- con el presente trimestre, se obtienen tasas de inflación anualizadas relativamente bajas, no observadas desde 1972. De esta manera, tasas anualizadas como la de 3.4% en abril no se sostendrían por mucho tiempo, dado que los precios de los alimentos revertirían su caída y porque el resto de precios viene mostrando una tendencia al alza, reflejando parcialmente la mayor devaluación observada (ver gráfico 2).

## **INSERTAR GRÁFICO 2**

De otro lado, en los últimos 9 meses, la evolución del índice de precios al por mayor (IPM) es mayor a la del índice de precios al consumidor (IPC), lo que refleja la incapacidad de trasladar el aumento de precios mayoristas a los precios finales, en un contexto de debilidad de la demanda interna (ver gráfico 3). Asimismo, cabe resaltar la dificultad de las empresas para trasladar la depreciación del nuevo sol, experimentada notoriamente desde mediados de 1998, a los precios al consumidor (ver gráfico 4).

### **INSERTAR GRÁFICOS 3 Y 4**

Finalmente, es preciso anotar que la meta de inflación del Banco Central, en un país sujeto a fuertes *shocks* y bajo un régimen del tipo de cambio flexible, resulta ser un indicador con baja credibilidad como ancla nominal. En todo caso, un indicador de precios alternativo que podría funcionar como ancla sería la inflación subyacente, la cual en presencia de *shocks* externos reflejaría la tendencia de largo plazo de los precios.

### **SECTOR MONETARIO**

En 1998 se pudieron distinguir dos etapas bien diferenciadas. Luego de un periodo de relativa abundancia de recursos durante el primer semestre, en la segunda mitad del año se apreció una aguda situación de escasez, que no se aprecia en su total magnitud en las cifras anuales. De otro lado, la respuesta tardía de las autoridades económicas evitó la aplicación de mecanismos que contribuyeran a aminorar la gravedad de la crisis de liquidez, con lo cual sus efectos se trasladaron directamente a la actividad económica.

La emisión primaria en 1998 aumentó en 5.5% (equivalente a S/. 262 millones), incremento que según el Banco Central era consistente con su meta de inflación y con la evolución de la demanda de dinero en moneda nacional. El componente más importante de la emisión fue el de origen interno (S/. 1,242 millones), lo cual es resultado básicamente de la compra de certificados de depósitos del Banco Central y de los menores depósitos del Banco de la Nación. A su vez, las fuentes de origen externo tuvieron un impacto contractivo (S/. 980 millones), principalmente por la mayor importancia de la compra de moneda extranjera del sector público (para cumplir con los compromisos de deuda externa) en comparación con las compras netas del Banco Central. Cabe mencionar que el Banco Central perdió reservas internacionales netas (RIN) por US\$ 985 millones en 1998, a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, cuando se experimentaron, por ejemplo, ganancias de RIN por US\$ 1,899 millones y US\$ 1,629 millones en 1996 y 1997, respectivamente. Al 27 de abril del presente año, el Banco Central viene perdiendo US\$ 275 millones,

básicamente por una disminución en los depósitos del sector público. Asimismo, la posición de cambio del BCRP disminuyó de US\$ 2,346 millones en abril de 1998 a US\$ 2,085 millones en abril de 1999.

La evolución anualizada de la emisión primaria mostró una marcada reducción, pasando de tasas de 20.3% en abril de 1998 a tasas de 5% en diciembre de 1998, lo que pone en evidencia las dificultades del Banco Central para mantener el ritmo de crecimiento de la emisión en los niveles programados. Así, en diciembre de 1998, había menos dinero en moneda nacional (-6.3%) que en diciembre de 1997. La liquidez total en moneda nacional mostró también una contracción de 1.6%, variable que había crecido en 21.9% y 25.6% a diciembre de 1996 y a diciembre de 1997, respectivamente. Adicionalmente, la capacidad del sistema bancario de expandir la liquidez a partir de la emisión primaria (que se mide a través del multiplicador bancario) se redujo en 6.6%, lo cual es resultado de un ligero incremento de la preferencia por circulante (de 29.5% a 31%) y de una mayor tasa de encaje efectivo implícita de los bancos (de 10.2% a 12.2%). Esta situación se explica principalmente por la conducta de cautela adoptada por las instituciones bancarias, motivada por el deterioro de la condición de los sujetos de crédito.

La liquidez total de fin de periodo (expresada en dólares) mostró una contracción de 4.2% (como puede observarse en el gráfico 5), resultado que se explica fundamentalmente por la fuerte debilidad exhibida por su componente en moneda nacional frente al leve incremento observado por la liquidez en moneda extranjera. En lo referente a la dolarización del cuasidinero, no se observaron mayores cambios con relación a 1997. Así, la participación del cuasidinero en moneda nacional fue de 21.3% a fines de 1998 (24.1% a fines de 1997), mientras que la correspondiente a su similar en moneda extranjera llegó al 78.7%, en comparación con una tasa de 75.9% registrada a fines de 1997.

**INSERTAR GRÁFICO 5**

En cuanto al crédito total del sistema bancario al sector privado (expresado en dólares), el saldo de fin de periodo aumentó en 5.1% con relación al de fines del año anterior. De manera similar al caso de la liquidez, el componente de moneda nacional registró la mayor caída (8%), mientras que el de moneda extranjera alcanzó un incremento de 8.9%. La dolarización del crédito permaneció en 80.1%, con lo cual se mantuvo una alta sensibilidad de la capacidad de pago de los agentes económicos a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Los pasivos internacionales del resto del sistema bancario (sin BCR) disminuyeron de US\$ 3,832 millones en agosto de 1998 a US\$ 2,803 al 31 de marzo de 1999. Ante la menor entrada de capitales y la abrupta reducción de líneas de crédito con el exterior, el Banco Central reaccionó con una reducción del encaje marginal y promedio en moneda extranjera y con líneas de redescuento en moneda nacional y extranjera. Sin embargo, los efectos sobre la oferta monetaria y el crédito total no llegaron a ser compensados (ver gráfico 6).

#### **INSERTAR GRÁFICO 6**

Esta abrupta reducción de la oferta monetaria generó un exceso de demanda en el mercado de dinero, provocando un aumento importante en las tasas de interés en moneda extranjera y moneda nacional, la que a su vez reflejaba la mayor devaluación esperada como resultado de la escasez de la moneda extranjera. En los gráficos 7 y 8 se observa la evolución de las tasas de interés interbancarias.

#### **INSERTAR GRÁFICOS 7 Y 8**

#### **SECTOR FINANCIERO**

Luego de la crisis rusa se observó un rápido movimiento de los capitales hacia los bonos del tesoro norteamericano (*flight to quality*), alterando la curva de rendimiento observada por estos títulos de renta fija (ver gráfico 9).

#### **INSERTAR GRÁFICO 9**

La crisis rusa también provocó un rápido aumento de los niveles de riesgo percibidos en las economías emergentes. Aunque los mercados de capital distinguen niveles de riesgo distintos en cada país, también se nota la enorme correlación entre los mismos (efecto 'contagio'). La crisis en Brasil (a principios de año) elevó nuevamente las primas de riesgos para los países latinoamericanos, lo que motivó alzas adicionales en sus tipos de cambio y retrasó el retorno de los capitales privados (ver gráfico 10).

### **INSERTAR GRÁFICO 10**

En los gráficos 11 y 12 se observa el comportamiento de las tasas de interés activas promedio en ambas monedas, que reflejan el impacto ocurrido en el mercado monetario, que posteriormente afectaría al sector real.

### **INSERTAR GRÁFICOS 11 Y 12**

De otro lado, la recesión y la devaluación real llevaron a un aumento de la cartera pesada, requiriendo ésta, por consiguiente, un mayor nivel de provisiones, el mismo que se incrementó sostenidamente durante 1998 (ver gráfico 13).

### **INSERTAR GRÁFICO 13**

En la etapa previa a la crisis, el Estado adoptó algunas medidas aisladas orientadas a otorgar una mayor fortaleza al sistema financiero. Entre ellas, el establecimiento de requerimientos de liquidez, medida que estaba destinada a prevenir la aparición de descalses en los plazos de las operaciones activas y pasivas de los bancos y, de esta manera, disminuir la posibilidad de que los problemas de liquidez se tradujeran luego en dificultades de solvencia. Asimismo, se modificó el Reglamento de Provisiones, otorgándole un matiz más conservador. Igualmente, la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) intervino algunas instituciones bancarias, al tiempo que el gobierno disponía la

emisión de bonos del Tesoro para refinanciar la deuda atrasada, iniciativa que tuvo pocos resultados por limitaciones en su diseño.

Como consecuencia del deterioro de la actividad económica y de los *shocks* externos que se han venido sucediendo, los indicadores del sistema bancario han terminado reflejando estos comportamientos. Así, realizando una comparación entre la situación del sistema bancario a marzo de 1998 y la observada a marzo del presente año, se aprecia el deterioro de la calidad de cartera pesada (medida como la cartera pesada con relación a las colocaciones brutas), incrementándose la morosidad bancaria de 6.0% a 9.3%. Asimismo, disminuyó el nivel de aprovisionamiento (provisiones por colocaciones con relación a la cartera atrasada) de 83.4% a 75.8%. Por otra parte, la rentabilidad (medida como la relación entre las utilidades netas y los ingresos totales) de 5.3% obtenida en el primer trimestre de 1998, se redujo a una tasa de 3.8% en el primer trimestre de 1999. Sin embargo, los niveles de apalancamiento (relación entre los activos y créditos contingentes ponderados por riesgo y el patrimonio efectivo ajustado por inflación) y de solvencia (depósitos, bonos y adeudados con relación al patrimonio) se han mantenido relativamente estables, como resultado de incrementos en el patrimonio realizados por las empresas bancarias (ver cuadro 3).

### **INSERTAR CUADRO 3**

### **SECTOR FISCAL**

Los ingresos tributarios, que en promedio se habían estancado entre enero y setiembre de 1998, cayeron fuertemente a partir de octubre y no se observa aún un cambio importante en este comportamiento. Sin embargo, se espera que los ingresos comiencen a mostrar alguna mejoría en la segunda parte del año. Asimismo, como se aprecia en el gráfico 14, los gastos del gobierno central mostraron también una nítida tendencia negativa a lo largo de todo el año, que se exacerbó en el último trimestre del año pasado. De esta manera, la política fiscal se mostró firmemente procíclica, intentando cumplir la meta de

superávit primario acordada con el FMI, la que -a pesar del ajuste- no se pudo alcanzar (1.2% de PBI contra 1.8% como meta planteada).

#### **INSERTAR GRÁFICO 14**

Los ingresos corrientes del gobierno central fueron equivalentes al 13.8% del PBI, cifra que resulta 0.3% inferior a la obtenida el año anterior. Destaca la mayor preponderancia de la recaudación por concepto del impuesto general a las ventas sobre el total de ingresos (42%), pese a las debilidades exhibidas por el sector comercial y al bajo dinamismo de las importaciones.

En cuanto a los gastos corrientes del gobierno central, se registró un incremento de la participación del gasto en remuneraciones y compra de bienes y servicios (de 6.0% a 6.2% del PBI). Por otro lado, la disminución del gasto de capital (de 4.5% a 4.2% del PBI) reflejó la postura contractiva del sector público durante el año, la misma que se acentuó, como ya se ha mencionado, hacia fines de 1998.

En el primer trimestre de 1999, los ingresos fiscales vienen cayendo en cerca del 10% en términos reales, lo que motivó un cambio en la meta de resultado primario del sistema público no financiero de 1.9% del PBI a 0.9%. Finalmente, en febrero se observó un fuerte incremento del gasto del gobierno, lo que estaría reflejando las autorizaciones de pagos pendientes a proveedores y algunas modificaciones metodológicas.

#### **SECTOR EXTERNO**

Los impactos negativos de los términos de intercambio se aprecian en el gráfico 15, los que, además de afectar al sector externo, también operaron reduciendo el ingreso nacional. Al respecto, la menor demanda por materias primas, resultado de la crisis asiática, motivó que los precios promedio de las exportaciones disminuyeran en mayor proporción (17.3%) que los precios de las importaciones (4.6%). Estos efectos motivaron que los términos de intercambio se deterioraran en 13.4%.

## INSERTAR GRÁFICO 15

Las exportaciones durante 1998 sufrieron una fuerte contracción, lo que refleja básicamente los efectos del Fenómeno El Niño, a pesar de que la caída de los precios de los minerales fue en parte compensada por la mayor extracción minera. De otro lado, las exportaciones comenzaron a repuntar en el último trimestre del año pasado, lo que aunado a la caída de las importaciones durante ese mismo periodo, se reflejó en un déficit comercial equivalente a apenas un tercio de los observados en los dos primeros trimestres.

En lo que va de 1999, las importaciones han acentuado su caída, mientras que las exportaciones tradicionales se han visto fortalecidas luego de la normalización de las condiciones climáticas y de la entrada en explotación de nuevos yacimientos mineros. De esta manera, el déficit comercial se ha cerrado en los últimos trimestres, llegando a cerca de US\$ 100 millones en el primer trimestre de 1999.

De continuar la tendencia hacia la recuperación de las exportaciones tradicionales y verificarse el comportamiento estimado para las importaciones (se esperan tasas positivas a partir de mediados del tercer trimestre), posiblemente se observaría un déficit comercial de alrededor de US\$ 1,100 millones (menos de la mitad de lo observado el año pasado).

De otro lado, como reflejo del *shock* de términos de intercambio y de la menor afluencia de capitales, el tipo de cambio real presentó tendencias al alza, las que se acentuaron significativamente en los primeros meses del presente año, luego de la crisis brasileña. Asimismo, las expectativas de una menor inversión extranjera durante 1999 promovieron una depreciación acelerada del nuevo sol. Sin embargo, luego del denominado *hipo cambiario* en febrero, que reflejó un mal manejo de expectativas, el tipo de cambio nominal comenzó a descender, lo que terminó reduciendo el tipo de cambio real observado a partir de marzo. En el gráfico 16 se muestra la evolución de esta variable. Al respecto, cabe mencionar que sería deseable intentar, por medio de políticas públicas, mantener el nuevo tipo de cambio real, en la medida de lo posible.

## **INSERTAR GRÁFICO 16**

En los últimos 18 meses (anteriores a marzo, como se muestra en el gráfico 17), se ha observado persistentemente una tasa de devaluación mensual positiva, la que se acentuaba cuando ocurrían los respectivos *shocks* ya mencionados. Sin embargo, en los últimos tres meses, el ritmo de depreciación se ha detenido y recientemente revertido, lo que refleja que buena parte del ajuste del tipo de cambio real ya se habría dado, por lo que no existirían mayores presiones al alza.

## **INSERTAR GRÁFICO 17**

Por otro lado, la menor afluencia de dólares y las dificultades fiscales provocaron una pérdida en el nivel de reservas internacionales netas, la que fue originada en parte por la reducción del encaje a los depósitos en moneda extranjera, problemas de financiamiento del sector público y pérdidas en la posición de cambio en el Banco Central (ver gráfico 18).

## **INSERTAR GRÁFICO 18**

### **ALGUNOS COMENTARIOS FINALES**

La demanda agregada interna viene cayendo en 7.8% en el último trimestre del año pasado. Esta tendencia abiertamente contractiva no podría ser contrapesada el primer semestre del presente año, por lo que es previsible que la situación de escaso dinamismo de la demanda interna se mantenga.

Durante mayo de 1999, aislando el efecto del rebote estadístico luego del Fenómeno El Niño, la economía ha atravesado por la fase recesiva del ciclo económico, con resultados trimestrales negativos en la evolución de la demanda agregada (desde el tercer trimestre de 1998). De esta manera, la economía llevaría ya cuatro trimestres en una situación recesiva.

Sin embargo, ante la ausencia de nuevos *shocks* negativos, la tranquilidad habría retornado a los mercados internacionales de capital y se estaría produciendo una lenta reducción de la percepción del riesgo país. Esto puede ser un indicador de que la economía habría comenzado una lenta salida de esta fase del ciclo económico, a pesar de la ausencia de medidas activas de política macroeconómica.

Este comportamiento se observaría tímidamente a partir del tercer trimestre del año y con más fuerza en el último trimestre, coincidiendo además con una esperada expansión del gasto público en medio de un clima electoral, así como una mayor expansión de crédito, condicionada a la reestructuración empresarial.

Para los próximos meses se esperan marcadas tendencias de las tasas de interés hacia la baja en ambas monedas. Asimismo, se estima una drástica reducción del déficit externo con relación al observado el año pasado. Finalmente, también se proyecta una mayor estabilidad del tipo de cambio en el resto del año.

Lamentablemente, el resultado de crecimiento promedio en los años 1998-1999 sería de 1.3%, por lo que las respuestas de la economía a los problemas de la pobreza y el subempleo habrían dejado de avanzar, completando así una década que al iniciarse prometía mejores resultados. En síntesis, en el periodo 1998-1999, los principales factores que habrían contribuido significativamente a esta coyuntura serían: la situación financiera internacional y la lentitud -y casi inexistencia- de las respuestas por parte de las autoridades económicas.

## **LOS ACUERDOS CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL EN LA PRESENTE DÉCADA**

Durante la última década, las prioridades de la política macroeconómica han ido cambiando.

En los primeros años, la preocupación principal fue el combate a la inflación, la que pasó de 139% en 1991 a 10.2% en 1995. En ese año, debido al gran dinamismo observado en la inversión privada, a la caída del ahorro público durante la campaña electoral y a la entrada de capitales de diversa índole, el déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos se incrementó por encima del 7% del PBI. Lo elevado de esta cifra, con los recuerdos frescos de la crisis mexicana luego del efecto 'tequila', motivó una gran preocupación en las autoridades económicas y en el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Debido a ello, la política macroeconómica a mediados de la década tuvo como objetivo principal el combate del déficit externo, logrando su reducción de 7.3% del PBI en 1995 a 5.2% en 1997. Este déficit aumentó transitoriamente durante 1998, principalmente por una caída del 16% en el valor de las exportaciones FOB (US\$ 1,091 millones) como reflejo del Fenómeno El Niño.

Como resulta claro, las prioridades fueron cambiando: de la reducción de la inflación a la reducción del déficit en cuenta corriente (ya que la inflación promedio se mantuvo alrededor de 11.3% entre 1995 y 1996, y cayó ligeramente a cerca de 7.9% entre 1997 y 1998).

Sin embargo, en 1999, tanto la inflación como el déficit externo muestran una tendencia decreciente. Así, la tasa de crecimiento anualizada del nivel general de precios de la economía peruana (al mes de abril) es de 3.4%, mientras que el principal componente de la brecha externa (el déficit comercial) ha mostrado una tendencia hacia el equilibrio o ligeros superávits en los últimos tres meses.

En la actualidad destaca nítidamente el problema de la recesión económica, que debería convertirse en la principal preocupación de las autoridades económicas. Sin embargo, el mantenimiento del equilibrio fiscal en un contexto de caída de ingresos tributarios y la firma del acuerdo con el FMI, que en otro contexto internacional resultaron suficientes para un sano desenvolvimiento de las actividades económicas, ahora resultan claramente insuficientes para resolver el problema del estancamiento productivo.

Lamentablemente, las autoridades económicas se vienen aferrando a las mismas recetas que sirvieron para disminuir la inflación y el déficit externo, cuando la realidad indica que ahora el problema macroeconómico prioritario ha cambiado.

En Macroconsult observamos con gran preocupación la evolución de la economía desde el último trimestre del año pasado, cuya actual situación podría mantenerse los primeros tres trimestres de este año, de no alterarse el manejo de las herramientas principales de la política macroeconómica. Como es sabido, según diversos estudios sobre la materia, la solución de los problemas de pobreza y subempleo/desempleo requiere un crecimiento sostenido de la economía peruana (entre 5% y 6% anual) en los próximos 10 años. Por ello, dado que el crecimiento promedio de los últimos dos años sería de apenas 1.3%, la solución de los problemas anteriores estaría sufriendo un fuerte retroceso. Asimismo, la situación en el nivel empresarial y del sistema financiero se viene manteniendo bajo un fuerte *stress*.

La economía peruana, que venía mostrando un desempeño relativamente favorable, sufrió fuertes choques de naturaleza exógena como el Fenómeno El Niño, la crisis asiática, la crisis rusa y finalmente la crisis brasileña, las que terminaron poniendo al descubierto sus principales debilidades.

Estos puntos débiles son la enorme dependencia de los flujos de corto plazo, que han financiado tanto el déficit externo como la expansión de la oferta total de dinero (soles y dólares), que ha sido consistente con los niveles observados en la actividad económica. Asimismo, la crisis rusa ha revelado la debilidad de la política monetaria en moneda nacional, en un contexto de total apertura financiera y elevada dolarización del sistema financiero. Esta debilidad en el manejo de la demanda interna aparece, por ejemplo, cuando la tasa de inflación cae por debajo de la meta de inflación del Banco Central. Si esto ocurre, el ente emisor debería reaccionar con un aumento de la oferta monetaria (inversamente a lo que haría en el caso de una tasa de inflación mayor a su meta de inflación). De esta forma, parecería que la economía nacional habría perdido el ancla nominal que sus autoridades decían tener bajo

control. Ante esta situación, sin embargo, podría plantearse un mayor seguimiento de aquellos indicadores de inflación cuya volatilidad se encuentre menos expuesta a factores exógenos, tales como la inflación subyacente.

Esta debilidad de la política monetaria, o la renuencia a utilizar todos los mecanismos a su alcance para alterar la evolución de la oferta total de dinero, recarga el peso de la conducción macroeconómica a la evolución de la política fiscal.

Esta última ha sido la herramienta principal, a través de las metas de superávit primario, para el combate del elevado déficit externo. Por ello, dado que el déficit externo se viene reduciendo fuertemente, la política fiscal tendría que ser utilizada como mecanismo anticíclico, algo que lamentablemente no ocurrirá si se cumplen las metas acordadas con el FMI.

A continuación se presenta un breve análisis de los Acuerdos de Facilidad Ampliada que Perú suscribió con el Fondo Monetario Internacional.

### **BREVE ANÁLISIS DE LOS ACUERDOS DE FACILIDAD AMPLIADA CON EL FMI EN LOS AÑOS NOVENTA**

En la medida en que la Carta de Intención constituye una exposición del gobierno sobre su política económica, es el medio por el cual se puede realizar una evaluación de sus logros y de sus compromisos pendientes. En mayo de 1998, al firmar el segundo Acuerdo de Facilidad Ampliada (AFA), el gobierno señaló que no firmaría uno nuevo, por lo que aquella sería la última Carta de Intención a firmarse en la presente década. Sin embargo, en enero de 1999, dada la crisis de confianza hacia los mercados emergentes y además para afirmar la credibilidad del nuevo ministro de Economía (quien había estado ocupando previamente la Presidencia del Congreso), el gobierno decidió firmar un tercer Acuerdo de Facilidad Ampliada para el periodo 1999-2001.

El artículo se inicia con una revisión de los antecedentes del Programa de Acumulación de Derechos (PAD) al que Perú debió acogerse en 1991 para

hacerse merecedor a un AFA, luego de haber permanecido por un periodo en situación de inelegible en cuanto al uso de los recursos del FMI.

Posteriormente, se analiza el cumplimiento de los objetivos y las medidas que el gobierno se comprometió a ejecutar en las anteriores Cartas de Intención suscritas. Finalmente, se realiza una evaluación del cumplimiento de los AFA no sólo en términos cuantitativos sino también de las metas cualitativas vinculadas a reformas estructurales, tales como el proceso de privatización y la reforma del Estado.

## **ANTECEDENTES**

En 1982, en América Latina se inició la crisis de la deuda externa, luego de que México anunciara su incapacidad para cumplir sus obligaciones con el exterior. En Perú esta situación se agudizó en 1985, cuando el gobierno de Alan García anunció la moratoria unilateral del servicio de la deuda externa. En la práctica, ello significó automarginarse del FMI, puesto que el país fue declarado como inelegible para nuevos préstamos de esta institución. En agosto de 1990, el gobierno del Presidente Fujimori inició las acciones para lograr los siguientes objetivos: la estabilización macroeconómica y la reinserción de Perú en la comunidad financiera internacional, especialmente con las instituciones financieras multilaterales.

De este modo, se iniciaron las conversaciones con el FMI para la normalización de las relaciones con esta institución, lo que llevó a un Programa de Acumulación de Derechos (PAD), el cual fue suscrito en setiembre de 1991. El PAD es un mecanismo diseñado de manera expresa para lograr la normalización de las relaciones con el FMI y consiste, básicamente, en el cumplimiento de metas trimestrales dentro de un programa económico previamente acordado. Así, el país acumula derechos especiales de giro (DEG) hasta por el monto de sus atrasos, los cuales son posteriormente regularizados en un nuevo acuerdo con el FMI. Así, el Perú suscribió el PAD hasta por DEG 623.7 millones, equivalentes a US\$ 842 millones.

Pasada esta primera etapa y habiendo cumplido con todos sus compromisos, Perú pudo acceder a un AFA, mecanismo ordinario del FMI, cuyo desembolso permite efectivamente la refinanciación de los saldos impagos. En el marco de este programa, se regularizaron las deudas con los acreedores del Club de París en 1991 y se completó la eliminación de los atrasos con las instituciones financieras internacionales en marzo de 1993. Posteriormente, el país firmó un nuevo AFA para el periodo 1996-1998, el cual en 1996 permitió reprogramar la deuda para el periodo 1996-2010.

### **OBJETIVOS PRINCIPALES DE LOS AFA 1993-1995 Y 1996-1998**

Un objetivo básico de los programas respaldados por el FMI consiste en llevar a cabo un ajuste ordenado de los desequilibrios macroeconómicos, para lograr una posición externa sostenible en el mediano plazo. Asimismo, se busca promover las reformas estructurales para que los mecanismos de mercado logren liderar el proceso de crecimiento económico.

De esta manera, los programas buscan alcanzar los principales objetivos macroeconómicos del país. La meta de mantener una balanza de pagos viable a mediano plazo está estrechamente vinculada con la especificación de objetivos macroeconómicos internos: la diferencia entre el gasto y los ingresos internos que se toman como objetivo no debe superar el monto de la deuda externa adicional, para no incrementar excesivamente la carga relativa del servicio de la deuda.

La relación entre equilibrio externo e interno sirve de base para determinar los ajustes macroeconómicos que deban efectuarse, los cuales se lograrán mediante un conjunto de medidas que pueden promover o no el crecimiento económico a largo plazo. Es decir, el equilibrio es una condición necesaria pero no suficiente para el crecimiento sostenido. Aun más, cuando se utilizan deficientemente los recursos y las tasas de crecimiento económico son insuficientes, es necesario emprender reformas de diversa índole cuyo objetivo sea incrementar la eficiencia y desarrollar los mercados.

En los programas del FMI, por lo general, se han combinado medidas encaminadas a reducir la demanda agregada interna con medidas de promoción de las exportaciones. La disminución del gasto se logra a través de una amplia gama de medidas que permiten corregir las distorsiones de precios, tales como las cambiarias y de otro género (la liberalización de los controles de precios y las restricciones comerciales cuantitativas).

De esta manera, alcanzar el equilibrio interno y la viabilidad externa requiere vigilar el comportamiento de los resultados de inflación y de déficit en cuenta corriente, los que se presentan a continuación. Según el marco de análisis de los programas macroeconómicos, para el FMI, el crecimiento económico sería el resultado de un conjunto de políticas y no una meta que requiere de instrumentos específicos.

## **Inflación**

En este frente es donde más se ha avanzado: se ha conseguido reducir la inflación casi de manera sostenida entre 1990 y 1998, con excepción de 1996. Este buen resultado puede atribuirse en parte a la política monetaria, pero también en parte importante a la fuerte entrada de capitales, lo que explicó el bajo nivel y relativo estancamiento del tipo de cambio real mostrado hasta 1997.

Ello se aprecia más claramente si se comparan los objetivos de las anteriores Cartas de Intención con los resultados alcanzados. En 1991 y 1992, resultaba aún difícil conocer el grado de efectividad de la política monetaria sobre el control de la inflación. Justamente, reconociendo esta dificultad, las metas cuantitativas de inflación no figuran en los AFA ni en las Cartas de Intención de manera puntual, sino dentro de una banda, excepto en 1993 (ver gráfico 19). Cabe señalar, adicionalmente, que la meta intermedia de emisión primaria sólo apareció en 1994 y 1995, para posteriormente dejar de publicarse explícitamente (ver gráfico 20). Ello puede ser producto de un reconocimiento tácito a que la existencia de un alto grado de dolarización de precios dificulta el control efectivo de la inflación. Así, un régimen de flotación del tipo de cambio

hace que las metas inflacionarias tengan rangos relativamente amplios. Por ello, la existencia de “metas de inflación” genera cierta desconfianza en el ancla nominal escogida y hace pensar en la superioridad de metas de inflación subyacente.

## **INSERTAR GRÁFICOS 19 Y 20**

### **Déficit en cuenta corriente**

El déficit en cuenta corriente puede reducirse mediante la disminución del gasto, entendido como el total de consumo e inversión de los residentes en el país con relación al ingreso, o mediante el aumento del ingreso con relación al gasto. Por lo general, es más fácil reducir el gasto que aumentar la producción. Por ello, las medidas que afectan el gasto suelen aplicarse -en primer lugar- cuando urge lograr una acelerada disminución del déficit en cuenta corriente. El modo más directo de reducir esta demanda es mediante la combinación de una reducción del gasto del sector público y un aumento del tipo de cambio o de las tasas de interés; de otro lado, un incremento del nivel de impuestos también puede lograr esta disminución del consumo y la inversión privados.

Luego de un programa de reformas estructurales es natural que se produzca un aumento importante de la inversión de manera inmediata (ver gráfico 21), mientras que el crecimiento del ahorro tarda en realizarse, produciéndose luego de algunos años de alto crecimiento (ver gráfico 22). Ello puede significar un deterioro temporal del saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos. Al respecto, esta magnitud del déficit externo fue la que llegó a preocupar a las autoridades económicas y al FMI en los últimos años. Por ello, en las Cartas de Intención se establecen metas explícitas de déficit permisible, las cuales se han cumplido de manera consistente, excepto en 1995, cuando el gasto público en que incurrió el gobierno llevó dicho déficit a 7.3% del PBI (ver gráfico 23). Es importante destacar que en 1998 tampoco se cumplió esta meta por la incidencia de factores exógenos, como el Fenómeno El Niño y la crisis asiática, los que se reflejaron finalmente en un déficit en cuenta corriente de 6.0% del PBI.

## **INSERTAR GRÁFICOS 21, 22 Y 23**

En resumen, se puede ver que en materia de estabilización macroeconómica, se ha logrado resolver la mayoría de los problemas urgentes que enfrentaba el país al inicio de la década de los noventa. Sin embargo, aún faltan resolver temas importantes, tales como el manejo de la demanda agregada y la alta dolarización.

### **Crecimiento**

A la vez que influye sobre los precios internos, la alta dolarización de la economía y la irrestricta apertura financiera hacen perder al gobierno el control y la efectividad de la política monetaria; por consiguiente, el manejo de la demanda agregada. Por esta razón, se ha venido utilizando la política fiscal como el instrumento más importante de regulación macroeconómica. Sin embargo, ésta no es una situación deseable, dado que la política fiscal debería concentrarse en la eficiencia de los gastos y de la recaudación.

De otro lado, a pesar de la intervención fiscal, el PBI y la demanda agregada han fluctuado más de lo previsto en los acuerdos con el FMI. Como se puede apreciar en el gráfico 24, el crecimiento acordado (supuesto) con el FMI debería haberse situado entre 3% y 7%, en todos los años comprendidos entre 1993 y 1998. Adicionalmente, el uso activo de la política fiscal debería haber servido como estabilizador de la economía. No obstante, la volatilidad observada ha sido mayor que la prevista, a lo cual ha contribuido el carácter procíclico adoptado por la política fiscal, que ha acentuado los ciclos económicos en lugar de aminorarlos. Por ejemplo, el crecimiento en 1994 fue de 13.1%, mientras que por efecto del “enfriamiento” provocado por el severo ajuste fiscal de 1996, ese año el crecimiento fue sólo de 2.5%. En general, el crecimiento ha sido mayor que el “acordado” con el FMI cuando el supuesto implicaba un mayor crecimiento; y ha sido menor, cuando el supuesto implicaba un menor crecimiento. Este conservadurismo genera problemas de credibilidad en los supuestos de crecimiento (por parte del sector privado).

## **INSERTAR GRÁFICO 24**

### **LINEAMIENTOS, METAS Y POLÍTICAS DEL PROGRAMA ECONÓMICO EN EL MARCO DEL AFA**

#### **Sectores**

##### ***Sector fiscal***

En los dos AFA suscritos por Perú, la política fiscal buscó eliminar el déficit del sector público, a la vez que generar un superávit primario que pudiera asegurar el cumplimiento del cronograma de pagos de la deuda externa. Así, como se observa en el gráfico 25, las metas de superávit primario (entendido como el resultado de las operaciones del sector público no financiero, sin considerar ingresos por privatización ni gasto en intereses de la deuda) fueron cumplidas con holgura en 1993 y 1994. Ello no ocurrió en 1995, puesto que cuando se esperaba alcanzar un superávit primario de 0.8% del PBI, el resultado efectivo fue solamente de 0.3%, debido al incremento del gasto del gobierno realizado con fines electorales. Según el AFA para 1996-1998, los superávits serían crecientes (originalmente 1.0%, 1.5% y 2.0%, para cada año sucesivo; renegociados posteriormente a 1.0%, 1.3% y 1.7% del PBI, respectivamente), con la finalidad de generar una mayor capacidad de pago de la deuda y de contribuir a reducir la dependencia del ahorro externo, y revertir así el deterioro del tipo de cambio. Las metas renegociadas se cumplieron en 1996 y en 1997; sin embargo, la meta de superávit primario para 1998 no se alcanzó, obteniéndose un resultado de 1.2% del PBI. La razón fue la contracción de los ingresos fiscales, registrada tanto en el segundo como en el cuarto trimestre del año pasado, y el incremento del gasto para las obras de rehabilitación y reconstrucción por el Fenómeno El Niño.

## **INSERTAR GRÁFICO 25**

Asimismo, dentro de los criterios cuantitativos de evaluación, se establecen topes al monto de financiamiento interno del sector público. La fijación de topes al monto del endeudamiento externo y el financiamiento bancario al sector

público son importantes, porque constituyen un medio para controlar la magnitud del déficit del sector público consolidado. De este modo, el aumento del gasto público depende del incremento de la presión tributaria, buscando gradualmente mayor eficiencia en la recaudación por parte de la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) -ver gráfico 26-. Paralelamente, con la reestructuración del gasto público, las inversiones se destinaban a obras de infraestructura pública en educación, salud y redes viales, que devienen en esenciales para elevar el nivel de vida de la población y facilitar la inversión privada.

### **INSERTAR GRÁFICO 26**

En los acuerdos, el gobierno se compromete a un estricto control del gasto y a supervisar los desembolsos para proyectos que requieren financiamiento externo. Del mismo modo, también se viene aplicando una política de salarios acorde con la caja del Tesoro Público. Además, se ha fortalecido la coordinación entre la administración central, el Comité de Caja del Tesoro Público, el Fondo Nacional para la Vivienda (Fonavi), el Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS) -hoy ESSALUD- y la Oficina de Normalización Previsional (ONP). Sin embargo, el control del gasto no resultó efectivo en el periodo electoral de 1995 y se prevé que tampoco lo sería hacia finales de este año, debido a la cercanía de las elecciones presidenciales del año 2000 (ver gráfico 27).

### **INSERTAR GRÁFICO 27**

#### ***Sector monetario***

Antes de 1990, el Estado intervenía en la economía mediante el control de las tasas de interés y de los coeficientes de crédito. La reforma del sistema bancario liberó las tasas de interés (se determinarían en el mercado) e incluyó la reorganización de la Superintendencia de Banca y Seguros, el desarrollo de un sistema de seguro para los depósitos, y el incentivo a la competencia para reducir los márgenes bancarios y los costos del crédito.

En 1992 se promulgó la nueva ley orgánica del BCR, que eliminó el mecanismo por el cual podía otorgar crédito al sector público no financiero para financiar el déficit fiscal. Asimismo, la política monetaria fue reforzada a través del desarrollo de instrumentos de operaciones de mercado abierto y del mejoramiento del sistema de intervención en el mercado cambiario (por medio de la compra o venta de dólares), lo que permitiría disminuir el exceso de oferta de dólares generado por la mayor afluencia de capitales privados. En ese sentido, a través del control de la base monetaria, el BCR ganó capacidad de maniobra para lograr el objetivo principal de reducir la inflación. De esta manera, el Banco Central ha venido aplicando una política monetaria acorde con el logro de dicho objetivo. Para ello, el gobierno se comprometió a establecer metas de crecimiento de la base monetaria, límites al crédito interno neto del BCR y al crédito al sector público, y también niveles mínimos de acumulación de reservas, los cuales se han venido cumpliendo de manera relativamente satisfactoria. Así, la reducción de la inflación serviría como instrumento para incrementar gradualmente la monetización de la economía.

### ***Sector externo***

En 1990, Perú se encontraba en uno de sus niveles más bajos de comercio internacional, lo que incluía la aplicación de una serie de restricciones para-arancelarias y arancelarias, así como una tasa de cambio sobrevaluada, que favorecía a los consumidores urbanos y perjudicaba a las exportaciones y a la producción agrícola.

A partir de 1991 se inició la aplicación de un conjunto de medidas para eliminar las restricciones al comercio internacional y promover las exportaciones y la inversión extranjera. Así, el país se comprometió a no imponer nuevas restricciones arancelarias o para-arancelarias a las importaciones y a establecer un arancel único uniforme, a más tardar en 1995. Además, se dispuso que no se autorizaría la aplicación de nuevos CERTEX, y los que en ese momento estuviesen pendientes de cancelación no serían renovados. Del mismo modo, se eliminaría la sobretasa de importación a los alimentos (lo que

hasta ahora no se ha cumplido), así como los monopolios, y se desarrollaría un mecanismo consistente con los acuerdos del GATT para resolver las denuncias sobre prácticas de *dumping*. Asimismo, el gobierno se comprometía a promover la entrada de capitales privados, básicamente los destinados a inversión extranjera directa.

En cuanto a la política cambiaria, se flexibilizó el tipo de cambio, de modo que sea determinado por la oferta y la demanda. El BCR se comprometió a mantener el tipo de cambio flotante, interviniendo para alcanzar las metas acordadas de reservas, pero siempre cumpliendo las metas monetarias y el resto de objetivos del programa. Asimismo, se acordó no poner trabas a los pagos para transacciones corrientes y a los pagos de deuda del sector público. En ese sentido, el AFA 1993-1995 menciona que el BCR desarrollaría operaciones de mercado abierto para facilitar una intervención más activa en el mercado cambiario y evitar movimientos bruscos del tipo de cambio, lo que se mantiene en el AFA 1996-1998.

Uno de los principales objetivos del programa económico es alcanzar la viabilidad de la balanza de pagos. Para ello, en primer lugar, se buscó solucionar los atrasos con los acreedores externos y, en segundo término, alentar el crecimiento de las exportaciones, tanto tradicionales como no tradicionales.

En 1996 se firmó el segundo Acuerdo de Facilidad Ampliada para el periodo 1996-1998, buscando concluir la operación tanto de reducción de la deuda externa como de su servicio. Así, en julio de 1996, el gobierno obtuvo un acuerdo con los países acreedores del Club de París y refinanció el vencimiento del servicio de la deuda del periodo 1996-1998. Además, redistribuyó el cronograma de pagos del saldo de la deuda previamente consolidada, disminuyendo significativamente su servicio en el periodo 1999-2007. De otro lado, se concluyeron las negociaciones bilaterales con todos los acreedores miembros del Club de París. En marzo de 1997, Perú finalizó la operación de reducción de deuda y de su servicio con los acreedores comerciales con un Acuerdo Brady, que fue financiado con préstamos

obtenidos del FMI, el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Eximbank de Japón. En la actualidad, el gobierno ya ha regularizado sus relaciones con la mayoría de los acreedores oficiales bilaterales no pertenecientes al Club de París, incluida la Federación Rusa, y ha iniciado acciones para normalizar sus relaciones con los pocos acreedores pendientes hasta el momento.

Como en 1997 el gobierno ya había regularizado sus relaciones con la mayoría de los acreedores, incluyendo los del Plan Brady y el Club de París, fue posible reducir los intereses de la deuda externa y el déficit en cuenta corriente, a la vez que se otorgaban facilidades para el cumplimiento del cronograma de pagos de la deuda externa.

En abril de ese mismo año, para fortalecer la integración de Perú a la economía mundial y mejorar su competitividad externa, el gobierno redujo los aranceles de 15% a 12% y de 25% a 20%, e introdujo una sobretasa temporal de 5% sobre el valor de las importaciones de ciertos productos agrarios y agro-industriales. Además, el país se reintegró al Grupo Andino y, a partir de 1998, se hizo miembro del Foro de Cooperación Asia-Pacífico (APEC). Importantes aspectos adicionales han sido la creación de PROMPEX, con el fin de promover las exportaciones y el inicio del proceso de perfeccionamiento de la Ley de Aduanas, que simplifica y consolida las regulaciones aduaneras.

## **Reformas estructurales**

El proceso de negociación con el FMI no culmina con la estabilización sino que continúa, con miras al objetivo de aumentar la eficiencia global de la economía y alcanzar su sostenibilidad de largo plazo. Para ello, Perú inició una serie de reformas que pueden ser agrupadas dentro de las categorías que a continuación se presentan.

### ***Reforma comercial***

La liberalización del comercio iniciada en agosto de 1990, aun antes de iniciar el proceso de reinserción internacional, llevó a que la tasa arancelaria promedio se redujera de 66% en 1989 a 26%. Las posteriores negociaciones con el FMI

buscaron que Perú se atuviera a las recomendaciones de la Organización Mundial de Comercio (OMC) y que una vez que estableciera una reducción de aranceles a productos específicos, no los incrementara nuevamente. El objetivo era llegar a una tasa arancelaria única, que inicialmente se debió alcanzar en 1995, meta que no fue cumplida. Cabe señalar que no se ha indicado, en forma explícita, cuándo sería alcanzado dicho objetivo. Hasta la fecha, Perú ha reducido las diferentes tasas arancelarias a únicamente tres, aunque mantiene sobretasas temporales. A pesar de todo, en 1997, la tasa arancelaria promedio fue de 12% y el comercio exterior representó solamente el 23.5% del PBI, lo cual indicaría la falta de un mayor desarrollo del sector externo y la necesidad de completar aspectos importantes del proceso de liberalización comercial.

### ***Reforma del Estado***

Dos de los problemas más importantes por los que atravesaba el país al inicio del proceso de negociación con el FMI eran: el mantenimiento de empresas estatales proveedoras de servicios públicos y la ineficiencia en la recaudación tributaria por la existencia de un considerable número de impuestos y exoneraciones. Para solucionar el primero, Perú se comprometió a iniciar un proceso de privatización y a establecer organismos reguladores de naturaleza sectorial. En ese sentido, se crearon instituciones como el Instituto de Defensa de la Libre Competencia y la Propiedad Intelectual (Indecopi), el Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Telecomunicaciones (Osiptel), la Superintendencia Nacional de Servicios de Saneamiento (Sunass) y el Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Energía (Osinerg), entre otras.

Con la finalidad de resolver el segundo problema, se asumió el compromiso de fortalecer la administración tributaria mediante la creación de la SUNAT y el mejoramiento del sistema de Aduanas, al tiempo que se redujo el número de impuestos sobre los que descansaría la recaudación tributaria. Con relación a esto último, el PAD incluía la reestructuración del sistema tributario a sólo cuatro impuestos (renta, IGV, ISC y aranceles), la aplicación de una tasa de IGV de 18% y la reducción de exoneraciones al impuesto a la renta. Asimismo,

se planteó que el Código Tributario debía estar listo a más tardar el 30 de setiembre de 1992. Al respecto, todas estas disposiciones fueron cumplidas.

En materia tributaria, el avance ha sido significativo. En 1991, con la mencionada creación de la SUNAT en reemplazo de la Dirección General de Contribuciones (DGC), se inició también el proceso de modernización del Estado. En 1992 se implementó un nuevo sistema tributario, basado en los impuestos ya mencionados. En el AFA para 1993-1995, se reforzó la administración tributaria a través de la expansión de la base de datos de los contribuyentes. También se llevó a cabo una reforma integral de la administración de aduanas y se emprendió un plan de lucha contra el contrabando, aunque eventos anecdóticos recientes arrojan dudas en la opinión pública.

Durante el AFA para 1996-1998 se buscó seguir incrementando los ingresos corrientes, principalmente mediante el aumento del número de contribuyentes y de auditorías; y, a partir de junio de 1996, se implementó el programa de cruce de información entre las declaraciones de los principales contribuyentes, fortaleciendo de esta forma la fiscalización y la eficiencia en la recaudación. De otro lado, se incrementó la severidad de las acciones legales contra los infractores; al respecto, destaca el aumento de la pena máxima privativa de libertad de 6 a 12 años y el mejoramiento del intercambio de información entre la SUNAT y Aduanas.

### ***Reforma del sistema financiero***

Tal como se acordó en 1992, se creó el Sistema de Fondos Privados de Pensiones a la vez que el Estado asumió los pasivos del Instituto Peruano de Seguridad Social (IPSS), mediante la emisión de bonos de reconocimiento para los trabajadores que se trasladaran al nuevo sistema de pensiones.

Asimismo, en diciembre de 1992, se promulgó la ley orgánica del BCR, tal como estaba previsto, al mismo tiempo que se asumió el compromiso de no reducir los requerimientos de encaje en moneda extranjera debido a sus

efectos sobre la creación secundaria de dinero y, como consecuencia, sobre el tipo de cambio. Por su parte, el gobierno también dispuso la reducción de las operaciones del Banco de la Nación como organismo financiero, lo cual se cumplió.

### ***Privatización y concesiones***

Uno de los principales compromisos que asumió Perú fue la transferencia de empresas públicas al sector privado y la creación de condiciones que fomenten la participación de los agentes privados en la producción.

De esta manera se creó la Comisión de Promoción a la Inversión Privada (COPRI), como organismo encargado de la venta de unidades del Estado al sector privado. A la fecha, esta institución ha logrado ingresos cercanos a los US\$ 8,650 millones y compromisos de inversión de alrededor de US\$ 7,040 millones, habiéndose cumplido la mayor parte de los compromisos establecidos en los AFA y en las Cartas de Intención. En este sentido, el AFA para el período 1993-1995 contemplaba la venta de las empresas Petromar, Transoceánica y Serpetro, de la Compañía Peruana de Teléfonos (CPT), la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (Entel) y de un tercio de los activos de Centromin Perú, así como parte de la red de distribución o de la capacidad generadora de Electrolima. Por otro lado, se incluía además el inicio del proceso de privatización de Electroperú. Estos compromisos fueron cumplidos con excepción del caso de Electroperú, en el cual se presentaron retrasos en la venta de las empresas que conformaban su red de generación y distribución.

Por su parte, en el AFA correspondiente al período 1996-1998, las reformas estructurales cuya ejecución se tenía programada incluían como un aspecto principal el proceso de transferencia de Petroperú, empresa pública que se encargaba de manera exclusiva de la producción, refinación y distribución de petróleo y derivados. De esta forma, se tenía prevista la venta de la refinería de La Pampilla, el lote petrolero 8/8x, la refinería de Talara, el lote petrolero 10/11 y terminales petroleros. Supuestamente, todas las unidades operativas de Petroperú debieron haberse transferido antes de fines de 1997, según la Carta

de Intención de 1996. Sin embargo, hasta la fecha, de estas unidades solamente la refinería de La Pampilla fue transferida al sector privado (aunque en un 60%), así como la de Pucallpa. Como resultado, la refinería de Talara aún permanece en manos del Estado, al igual que las de Iquitos y Conchán, así como el Oleoducto Nor-Peruano. A pesar de que se anunció que su transferencia se realizaría antes de fines de 1998, ello no se produjo debido al elevado costo político implícito percibido por las autoridades.

En cuanto a otros compromisos asumidos en el segundo Acuerdo de Facilidad Ampliada, a inicios de 1996, el gobierno privatizó la compañía de acero SiderPerú, programando además la venta del 60% de la compañía eléctrica Egenor de Electroperú, acciones de Telefónica del Perú, unidades operacionales de la compañía minera Centromin Perú y plantas de harina de pescado de Pescaperú. Por otra parte, anunció el inicio del proceso de privatización de los servicios de la empresa portuaria (Enapu) y de la compañía nacional de ferrocarriles (Enafer). La mayoría de estos compromisos fueron cumplidos en forma satisfactoria, con excepción de los procesos de privatización en los sectores de electricidad y de transporte ferroviario, los cuales continúan registrando retrasos en comparación con los objetivos planteados inicialmente. De este modo, a pesar de los avances mostrados en el campo de la privatización, existen compromisos pendientes relevantes.

Asimismo, el proceso de concesiones, esquema en el que se transfiere un activo estatal al sector privado para su usufructo por un tiempo determinado, ha sufrido un importante retraso, aunque por razones no atribuibles al Estado. Ello puede deberse a factores como el Fenómeno El Niño, que por sus efectos sobre los activos actúa temporalmente como un factor en contra de la dinámica del proceso, por lo que para 1999 no se espera que se presenten ese tipo de contratiempos.

### **El tercer Acuerdo de Facilidad Ampliada: 1999 - 2002**

Dentro de la propuesta del memorándum de políticas económicas y financieras del gobierno peruano para el periodo abril 1999–marzo 2002, que se acordaría

con el Fondo Monetario, destaca el supuesto de crecimiento económico planteado (entre 3 y 4%), el cual se enmarca dentro de las proyecciones del FMI. Sin embargo, tales cifras estarían asumiendo implícitamente una recuperación más rápida que la esperada en la actividad económica de los sectores de demanda (industria manufacturera no primaria, construcción, comercio y servicios), la cual podría verse retardada por la prolongación y el retraso de la salida del círculo vicioso (en el ámbito financiero) en el que se encuentra actualmente la economía peruana, como resultado del quiebre del circuito de pagos y la continuación de las restricciones de liquidez y crédito internacionales. En este sentido, las expectativas de los agentes económicos privados tenderían más bien hacia una recuperación gradual del ritmo de actividad económica en los sectores de demanda, en la medida en que continúen existiendo restricciones de financiamiento externo e interno.

El nuevo Acuerdo de Facilidad Ampliada (AFA) plantea la canalización de recursos públicos, a través de Cofide, para la reestructuración de la deuda privada con la banca nacional, buscando inyectar liquidez al sistema bancario. Esta medida tendría como objetivo mejorar la situación económica-financiera de las empresas, que les permita recuperar la condición de sujeto de crédito, lo cual a su vez haría más dinámica la intermediación en el sistema financiero. Asimismo, dado que este proceso estaría acompañado por el fortalecimiento paulatino de la demanda interna (consumo e inversión privados), básicamente a partir de mediados del tercer trimestre, podría producirse una reversión de las expectativas de los agentes privados no residentes, de la cual resultaría un incremento del flujo de capitales hacia la economía peruana.

Con relación a las metas fiscales establecidas, el reciente AFA pretende alcanzar un superávit primario del sector público consolidado (sin considerar privatizaciones) de 0.9% del PBI en 1999, afirmándose que si los ingresos fiscales registran niveles por debajo de los programados, el gobierno tomaría las medidas necesarias para lograr la meta programada. Sin embargo, dada la evolución de los ingresos en lo que va de 1999, así como las perspectivas de la actividad económica para los próximos meses, cabría la posibilidad de esperar un nivel de ingresos corrientes inferior al estimado por el gobierno. Por otro

lado, la coyuntura electoral para el período 1999-2000, permitiría suponer que el gasto y la inversión del SPNF superarían moderadamente los niveles implícitos en el Acuerdo con el FMI. Como consecuencia, se esperaría un superávit primario significativamente menor a la meta propuesta por el gobierno en el AFA.

En cuanto a la inversión y el ahorro, se tiene que la inversión (como porcentaje del PBI) experimentó un crecimiento en los últimos años. Sin embargo, en el AFA se plantea una meta de 22.9% para 1999 y 23.8% para el 2001, cifras que resultan inferiores a las registradas en 1997, lo cual evidenciaría principalmente la contracción experimentada por la inversión privada durante 1998, la que continuaría en 1999 y solamente se revertiría ligeramente en el año 2000. Por su parte, el ahorro interno disminuyó, como porcentaje del PBI, de 19.3% en 1997 a 18.6% en 1998, debido a los menores ingresos por la menor actividad económica. Para el presente año, el gobierno estima (tal y como lo ha reflejado en el AFA) que el ahorro interno representaría el 17.8% del PBI, mientras que para el año 2001 dicho ahorro llegaría al 19.0% del PBI; al igual que en el caso de la inversión, estas cifras resultarían inferiores a las registradas en 1997.

Con respecto al ahorro externo, el gobierno estima en el Acuerdo con el FMI una caída sostenida del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual se reduciría de 6.0% en 1998 a 5.1% del PBI en 1999, para luego alcanzar tasas de 5.0% y de 4.8% para los años 2000 y 2001, respectivamente (como porcentaje del PBI). Fundamentalmente, la reducción sostenida de este déficit se sustenta en el crecimiento significativo proyectado del sector exportador en el periodo considerado.

En el sector monetario, se plantea una meta de inflación de entre 5% y 6% para el año 1999, cuando en 1997 y 1998 fue de 6.5% y 6.0%, respectivamente. Asimismo, el Acuerdo propone alcanzar tasas de inflación internacional en los años 2000 y 2001 (4% y 3%, respectivamente). Cabe mencionar que en el segundo Acuerdo de Facilidad Ampliada, correspondiente al periodo 1996–1998, se había propuesto igualmente alcanzar a fines de dicho periodo tasas de inflación similares a las mostradas por los países industrializados. En este

sentido, se reafirma que el programa monetario se basa en un objetivo de inflación, para lo cual el BCR seguiría utilizando la base monetaria como meta intermedia para controlar el crecimiento de la oferta monetaria, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera (el encaje continuaría siendo el instrumento), así como para proveer de un adecuado nivel de la liquidez al sistema financiero.

Dentro de las reformas estructurales, destacan los puntos concernientes a las privatizaciones y concesiones, así como lo referente al gasto social (educación y salud). El gobierno tiene previsto obtener ingresos por US\$ 800 millones durante 1999, a través del programa de concesiones y privatizaciones. Sin embargo, esta cifra asume que los objetivos programados se cumplirían en su totalidad, lo cual podría no realizarse finalmente dado lo avanzado del año y la cautela que mostrarían aún los agentes externos con respecto a los flujos dirigidos a los mercados emergentes, por lo que los ingresos obtenidos serían menores. Como consecuencia, sería difícil lograr el incremento estimado de US\$ 400 millones en las reservas internacionales netas para 1999 según las proyecciones oficiales, al ser menor el ingreso esperado de capitales externos por concepto de privatizaciones y concesiones.

**Boletín de opinión**

**Agosto 1999**

**nº 37**

## **CONTENIDO**

Presentación

Evolución de la economía peruana en 1998, perspectivas para 1999 y los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional en la presente década

**Elmer Cuba - MACROCONSULT**

Síntesis del debate en el Consorcio

Juan Nunura