

**134**

**REFORMAS ESTRUCTURALES Y  
POLÍTICA MACROECONÓMICA  
EN EL PERÚ: 1990-96**

**Oscar Dancourt  
Mayo, 1997**

# **REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLITICA MACROECONOMICA EN EL PERU: 1990-96<sup>1</sup>**

**Oscar Dancourt**

## **RESUMEN**

Este documento describe el experimento neoliberal de los 90, ubicándolo en su contexto histórico. La hipótesis central es que la economía peruana de los 90 carece de un sistema operativo de políticas monetarias y fiscales, que funcione sin producir grandes disrupciones del nivel de actividad económica. La autoridad monetaria no cuenta con los instrumentos básicos que históricamente han sido usados para manejar los shocks externos adversos en la economía peruana, a consecuencia de dos reformas estructurales realizadas en el ámbito financiero: la dolarización del sistema bancario y la apertura de la cuenta de capitales.

## **ABSTRACT**

This paper describes the neoliberal experiment of the 90's, placing it in its historical context. The central hypothesis of the document is that the Peruvian economy of the 90s lacks an operative system of fiscal and monetary policies that functions without producing huge disruptions in the level of economic activity. The monetary authority does not have the basic instruments that normally have been used to manage the external adverse shocks in the Peruvian economy, as a consequence of the two structural reforms carried out on the financial sphere: the dollarization of the banking system and the opening of the capital account.

---

<sup>1</sup> Este trabajo presenta algunos resultados del proyecto de investigación "Flujos de Capital y Estabilidad Macroeconómica", que forma parte del programa de actividades del Consorcio de Investigación Económica (CIUP; DESCO; GRADE; IEP Y PUCP) financiado con donación del Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI)

# REFORMAS ESTRUCTURALES Y POLITICA MACROECONOMICA EN EL PERU: 1990-96<sup>2</sup>

Oscar Dancourt<sup>3</sup>

## 1. INTRODUCCION

El retraso de la historia económica peruana respecto al tiempo del cono sur de Latinoamérica ha sido una constante desde la crisis de los años 30.

La expansión de la economía peruana durante los 50 y parte de los 60 bajo una estrategia de crecimiento primario exportador casi pura, y una ideología estatal manchesteriana, era un anacronismo en comparación con el cono sur, donde regían la sustitución de importaciones y el pensamiento original de la CEPAL.

Recién en los 70, tuvimos una verdadera sustitución de importaciones, también en la versión más jacobina de todo el continente. Como es natural, las exportaciones de manufacturas llegaron tarde, a fines de los 70. A partir de la crisis de la deuda externa, la historia se congeló. Luego, vino la hiperinflación.

La reforma neoliberal de los 90, ejecutada por el gobierno de Fujimori, se ha propuesto regresar económicamente a los 50, al modelo primario exportador. El control de la hiperinflación y la derrota de Sendero Luminoso son los dos activos principales de esta empresa. Algunos sugieren que un tercer activo no despreciable es el carácter autoritario del régimen político.

---

<sup>2</sup> Este trabajo presenta algunos resultados del proyecto de investigación “Flujos de Capital y Estabilidad Macroeconómica”, que forma parte del programa de actividades del Consorcio de Investigación Económica (CIUP; DESCO; GRADE; IEP Y PUCP) financiado con donación del Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI)

<sup>3</sup> Profesor del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. El autor desea agradecer los comentarios de Waldo Mendoza; así como la asistencia prestada por Alejandro Olivares.

Los pasivos de esta empresa también son dos. Uno de ellos es el extremismo, que es una casi una tradición en el Perú. En la historia de los últimos años hay demasiados experimentos económicos radicales, demasiadas reformas estructurales irreversibles. El radicalismo puede ser un pasivo de esta reforma neoliberal de los 90, entre otras razones, porque impide la adecuación a las circunstancias externas, que siempre cambian para una economía como la peruana. Y el escenario externo de la primera mitad de los 90 ha sido, en conjunto, demasiado favorable.

El otro pasivo importante de la reforma neoliberal es el que tiene conexión con la política macroeconómica. La economía peruana rara vez ha calificado para ingresar al club de las economías mejor manejadas de América Latina, como Chile después de 1983, o Colombia. Pero, tampoco tuvo defectos permanentes o estructurales en su régimen de política macroeconómica, es decir, en su sistema de políticas fiscales y monetarias.

Hoy día, la situación es distinta. Como se detalla en el texto, el régimen de política macroeconómica actual sufre de severas limitaciones, causadas por la liberalización financiera de los 90; esto es, por la dolarización del sistema bancario y por la apertura de la cuenta de capitales.

Este artículo tiene 5 secciones. En la primera sección, se describe el experimento neoliberal de los 90, ubicándolo en su contexto histórico inmediato. En la segunda sección, se discute brevemente sobre el papel jugado por la estrategia de crecimiento, la situación económica internacional y la política macroeconómica, en el desempeño de largo plazo de la economía peruana. En la tercera sección, se describe la forma en que se han manejado los shocks externos adversos en la economía peruana durante 1950-75. En la cuarta sección, se analiza la evolución del régimen de política macroeconómica en los 90 y se discuten sus limitaciones. La quinta sección ilustra estas limitaciones con la experiencia macroeconómica reciente, y plantea algunas opciones de política. Se termina con una breve sección de conclusiones.

## 2. EL SIGNIFICADO DE LA REFORMA ESTRUCTURAL DE LOS 90s

Las reformas estructurales aplicadas por el gobierno de Fujimori han reimplantado una estrategia de crecimiento primario exportadora similar a la que ha imperado en la economía peruana durante la mayor parte de su historia económica. Este parece ser el rasgo distintivo de la versión peruana del neoliberalismo, en comparación con otros experimentos similares realizados en América Latina<sup>4</sup>.

Para entender la lógica de este retorno al pasado, es indispensable hacer un breve recuento del crecimiento económico del Perú, desde 1950 hasta la actualidad. Este recuento está organizado a partir de dos elementos; primero, una periodización de la evolución macroeconómica en estos 45 años y, segundo, una descripción de los principales cambios ocurridos en la estrategia de crecimiento y en la tasa de inversión en cada uno de estos períodos.

Como se muestra en el Gráfico 1, en la evolución de largo plazo del PBI per cápita pueden distinguirse tres grandes fases o etapas<sup>5</sup>. La primera etapa (1950-1975) es un período de rápido crecimiento, interrumpido por algunas recesiones breves (1958-59; 1967-69); el producto per cápita crece a una tasa promedio del 2.5% anual. Esta primera etapa también es un período de baja inflación, para los estándares peruanos, que alcanza un promedio del 10% anual.

La segunda etapa (1976-90), puede caracterizarse como una crisis de larga duración con ciclos violentos de recesión y auge<sup>6</sup>; como se aprecia en el Gráfico 1, a principios de la década de los 90, el producto per cápita había retrocedido al nivel que tenía 30 años antes. Esta segunda etapa es también un período de alta inflación que desemboca en la hiperinflación de 1988-90; excluyendo estos últimos tres años, la inflación promedio alcanza al 83% anual. Durante el trienio de la hiperinflación, el nivel de precios sube 39 veces por

---

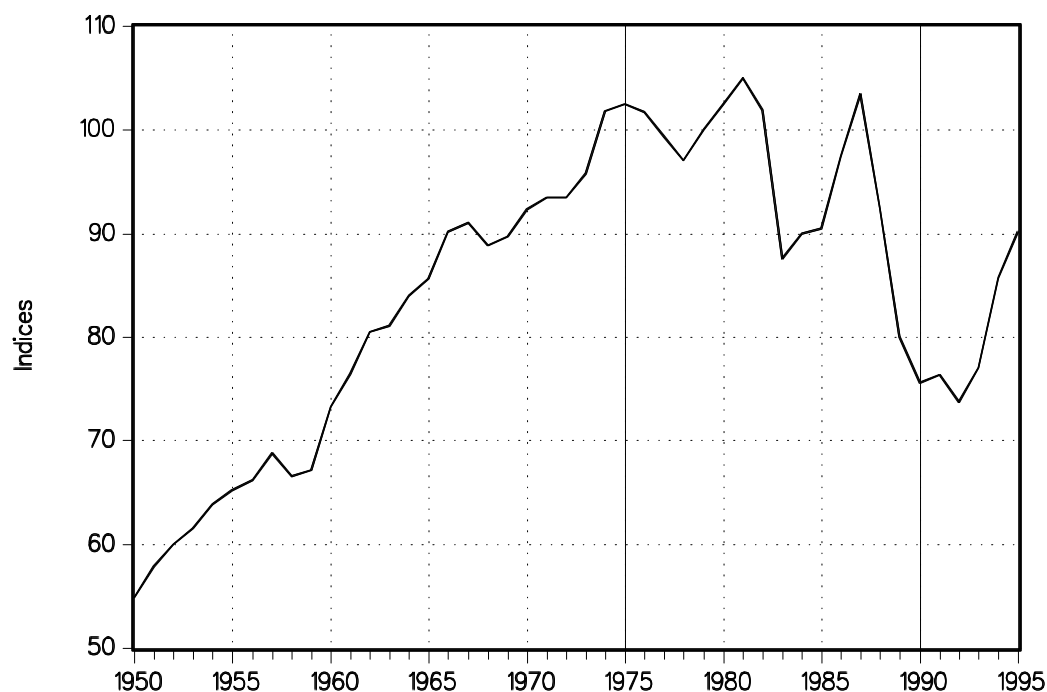
<sup>4</sup> Véase Seminario (1995).

<sup>5</sup> Para una periodización más detallada, véase Vega-Centeno (1989).

<sup>6</sup> Dos trabajos importantes sobre los ciclos y las tendencias de la economía peruana en estos 45 años, Seminario y Boullon (1992) y Robles (1996), encuentran un punto de quiebre estructural a mediados de los años setenta, a partir del cual la volatilidad de los agregados macroeconómicos se incrementa substancialmente.

año (4049% anual), mientras que el producto per cápita sufre una caída sin precedentes, de casi un tercio.

**Gráfico 1**  
**PERÚ: PBI per capita**  
**(1979=100)**



Fuente: Banco Central de Reserva

La tercera y última etapa (1991-96), constituye un nuevo momento de estabilización y de expansión, donde el producto per cápita se incrementa al 3.3% anual; aunque, sin sobrepasar los niveles máximos registrados previamente. La inflación exhibe una clara tendencia decreciente, situándose cerca al 10% anual al final de esta fase.

Un primer punto a destacar es que el modelo de desarrollo o estrategia de crecimiento que estuvo vigente durante gran parte de esa primera etapa (1950-75), caracterizada por una combinación de rápido crecimiento y baja inflación, fue una estrategia primario exportadora casi pura.

La vigencia de este modelo primario exportador, con un estado pequeño y librecambista, se prolongó en el Perú hasta bien entrados los años 60. De acuerdo con Thorp y Bertram (1978, parte IV, Introducción) la economía peruana "from 1948 until the end of the 1960 was the example par excellence in Latin América of that dream of the ortodox development economists: an export-led system (...) in which the entry of foreign capital and the repatriation of profits were virtually unrestricted and in which government intervention (...) were kept to a minimum".

Cabe mencionar que esta experiencia peruana era un anacronismo en el cono sur de Latinoamérica<sup>7</sup>, donde imperaban el modelo de industrialización vía sustitución de importaciones, los mercados internos protegidos, inflaciones relativamente altas, y donde el sector primario-exportador era uno de los menos dinámicos de la economía<sup>8</sup>.

El ocaso de este modelo primario-exportador se produce a pesar de su buena performance macroeconómica. La crisis del estado oligárquico<sup>9</sup> en el Perú se inicia tardíamente con el primer gobierno de Belaunde (1963-1968), quien modifica parcialmente este modelo primario exportador, al poner en marcha una industrialización vía sustitución de importaciones (ISI), de carácter moderado, que atrae una cierta inversión extranjera.<sup>10</sup>

Posteriormente, con el régimen militar del General Velazco (1968-1975), el modelo primario exportador<sup>11</sup> es reemplazado realmente por la ISI. La estrategia de industrialización se radicaliza tanto en términos del grado de protección del mercado interno como del grado de intervención del estado en la economía<sup>12</sup>. A través de la nacionalización de una fracción

---

<sup>7</sup> Según Borricaud (1989), la oligarquía peruana "había aprendido a preservar su posición dominante en un mundo y en una región en los cuales sus equivalentes extranjeros habían ya perdido mucho de su poder anterior".

<sup>8</sup> Véase Hofman (1993).

<sup>9</sup> De acuerdo con Cotler (1994), esta crisis ocurrió cuando "la participación política tendió a extenderse por todo el país y en todos los niveles sociales". En "estas circunstancias, la estructura de la propiedad agraria y el capital extranjero, ejes del régimen de dominación, fueron cuestionados".

<sup>10</sup> Schydrowsky (1996), explica porque esta industrialización se inició al amparo de una combinación específica de fuerte protección arancelaria y débil "protección" cambiaria.

<sup>11</sup> Como han señalado R. Thorp (1995, cap. IV) y Fitzgerald (1985), esta nueva estrategia de crecimiento no descuidó la expansión de las exportaciones de materias primas.

<sup>12</sup> Véase Thorp (1995), Fitzgerald (1985) y Schydrowsky y Wicht (1979).

sustancial de la inversión extranjera, y de la estatización de una parte de los activos de la oligarquía, se constituye un fuerte sector de empresas públicas que llega a controlar más del 30% del PBI. Según Fitzgerald (1985), "el estado se hizo responsable de las tres cuartas partes de las exportaciones, la mitad de las importaciones, más de la mitad de la inversión fija, dos terceras partes del crédito bancario y una tercera parte de todo el empleo en el sector empresarial".

Un segundo punto a destacar, entonces, es que hay modificaciones notables en la estrategia de crecimiento durante esta primera etapa (1950-75), caracterizada por un rápido crecimiento y una baja inflación. Esta buena performance macroeconómica fue compatible tanto con el modelo primario exportador como con el modelo de sustitución de importaciones.

Durante la segunda etapa (1976-90), caracterizada por un prolongado estancamiento y una inflación alta y creciente, no ocurre ningún cambio decisivo en el modelo de desarrollo impuesto por las reformas estructurales de Velazco. Dos rasgos claves de esta estrategia de crecimiento persisten durante estos quince años: la importancia de las empresas públicas y la fuerte protección de la industria manufacturera.

Hay dos intentos importantes de alterar este modelo de desarrollo, que fracasan finalmente. El primero está vinculado al programa de fomento de las exportaciones manufactureras ejecutado durante 1977-80. El segundo tiene como eje la apertura comercial realizada durante 1979-82.

De acuerdo a Schydrowsky (1986), el auge de las exportaciones no-tradicionales ocurrido durante 1977-80 debe atribuirse a "the combination of substantial exports supports (an average of 27% on the f.o.b. value), a real devaluation (28% from 1976 to 1978), and a shrinking domestic market (down 20% or more from 1976 to 1978)...In 1979, a new export incentive law for nontraditional products was passed, with the commitment to keep it unchanged for the following 10 years. Nontraditional exporting was believed to have finally arrived...Nobody suspected at the time that the new civilian government taking power in mid-1980 would reverse the policy within 6 months..".



Además de eliminar este exitoso programa de promoción de exportaciones no tradicionales, el segundo gobierno de Belaunde (1980-85) profundizó la apertura comercial<sup>13</sup> iniciada en 1979 por el régimen militar de Morales Bermúdez (1976-80) y generó un retraso cambiario significativo. La crisis de balanza de pagos de 1982-83, asociada al inicio de la crisis de la deuda externa, terminó con este primer experimento de liberalización de las importaciones. Este experimento es el antecedente más directo de la reforma neoliberal de los 90.

En la tercera y última fase (1991-95), con el gobierno de Fujimori, la estrategia de crecimiento vuelve a alterarse drásticamente. Las reformas estructurales de los 90 pueden entenderse como una antítesis casi perfecta de las reformas estructurales del gobierno de Velasco (1968-75), o como una reedición de las que realizara el gobierno de Odría (1948-56).

Con la privatización de las empresas públicas, y con una apertura comercial unilateral extremadamente radical<sup>14</sup>, se retorna de hecho al modelo primario exportador que imperó en los años 50. La industria manufacturera pierde importancia de manera visible y ramas enteras de la estructura industrial desaparecen. Un indicador de este proceso de desindustrialización es el siguiente: en 1995 el producto agregado (PBI) recuperó finalmente el nivel absoluto que ya había alcanzado 8 años antes, en 1987; sin embargo, la producción manufacturera<sup>15</sup> de 1995 era casi un 20% menor que la registrada en 1987.

---

<sup>13</sup> Véase Ferrari (1992) y Rojas (1996).

<sup>14</sup> El sistema de protección para-arancelaria de la industria manufacturera se dismanteló íntegramente y el arancel en cascada o escalonado, típico de la ISI, fue reemplazado por un arancel plano al estilo chileno. Entre 1990 y 1993, el promedio arancelario pasó del 66% al 16%; el 98% del valor importado pagaba en 1993 una tarifa del 15%; véase Rojas (1996), Ferrari (1992) y Rossini (1991). Además, debido al arancel externo común escalonado que se adoptó, el Perú suspendió su participación en el Pacto Andino; véase Vega (1995) y Fairlie (1996).

<sup>15</sup> Definida como la industria manufacturera no procesadora de recursos primarios, lo que excluye las ramas vinculadas directamente a la exportación de materias primas (refinación de metales, elaboración de harina de pescado, etc.); véase BCRP (1996). Sobre la desindustrialización, véase Jiménez (1996).

El capital extranjero, orientado al sector extractivo exportador y a los servicios públicos, recupera un rol muy destacado en la economía al adquirir una buena parte de las empresas estatales privatizadas<sup>16</sup>. El cierre de toda la banca estatal de fomento, que tenía una importante participación en los mercados de crédito y depósitos, también debe incluirse en la lista de las principales reformas<sup>17</sup>.

Es ilustrativo comparar el modelo impuesto por el Gral. Odría con el instaurado 4 décadas más tarde por el Ing. Fujimori (1990-95). Entre los rasgos comunes, González (1994) señala la apertura comercial y de la cuenta de capitales, y un estado con mínima participación en la economía, que incentiva la inversión extranjera, especialmente en el sector exportador de materias primas y en los servicios públicos, con una legislación muy favorable; entre las diferencias, menciona el peso significativo para las cuentas fiscales y externas que tiene ahora, y que no tuvo antes, la deuda pública externa.

En realidad, la gran diferencia es que las exportaciones reales todavía no se han expandido en la magnitud requerida. La promesa de grandes expansiones de las exportaciones mineras en el próximo quinquenio, se ha convertido en el punto de apoyo teórico del modelo de crecimiento de Fujimori. Pero, hasta ahora, la palanca real que ha permitido el crecimiento económico durante 1993-95 ha sido una enorme afluencia de capitales (corto plazo y privatizaciones) sin precedentes en los últimos 45 años.

Una manera de apreciar esta diferencia es a través del Gráfico 2. Allí se muestran dos cosas. Primero, que la balanza comercial durante el gobierno de Odría alterna los déficit y los superávits, resultando en promedio un saldo equilibrado; mientras que durante el gobierno

---

<sup>16</sup> Entre 1991 y 1993, el fisco sólo obtuvo US\$ 528 millones por la venta de empresas públicas. Los ingresos por privatizaciones adquirieron significación a partir de 1994, al venderse 29 empresas por un valor total de US\$ 2,642 millones, equivalente a un 40% de los ingresos tributarios anuales. En 1995, la venta de otras 28 empresas y activos diversos generó US\$ 1,108 millones. En 1996, los ingresos alcanzados en 28 privatizaciones se elevaron nuevamente hasta los US\$ 2,440 millones. Aunque el proceso de privatización se está agotando, se estima que en 1997 se podrían obtener otros US 1,600 millones.

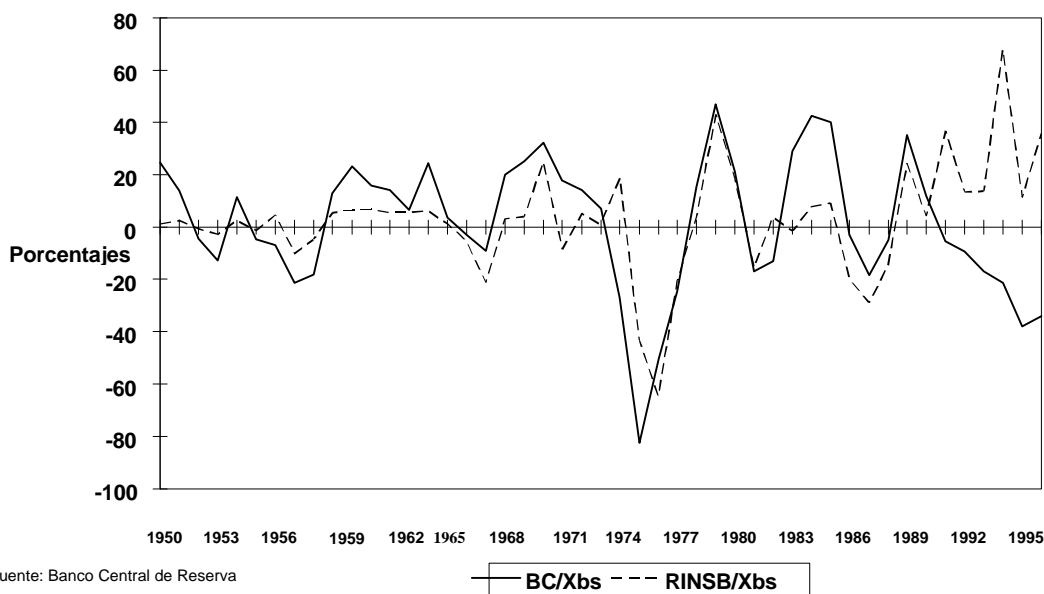
En general, la venta de estas empresas se ha realizado en efectivo; la aceptación de títulos de la deuda pública externa como medio de pago ha sido una excepción. Véase Situación Latinoamericana (1995) y (1996).

<sup>17</sup> Véase Rojas y Vilcapoma (1996).

de Fujimori se registra un déficit comercial creciente, equivalente al 20% de las exportaciones anuales promedio.

Segundo, que la balanza comercial y las reservas de divisas del sistema bancario, medidas ambas como porcentaje de las exportaciones, se han movido casi siempre en la misma dirección durante estos 45 años<sup>18</sup>. Los años 1991-95 constituyen la única excepción prolongada a esta regla. La importancia de la afluencia de capitales es notoria durante la primera mitad de los noventa. Este ingreso de capitales ha permitido que las reservas de divisas aumenten notablemente, a pesar de un déficit comercial creciente y un mayor servicio de la deuda externa.

**Gráfico 2**  
**PERU: BALANZA COMERCIAL Y VARIACION DE**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(Porcentaje de las exportaciones)

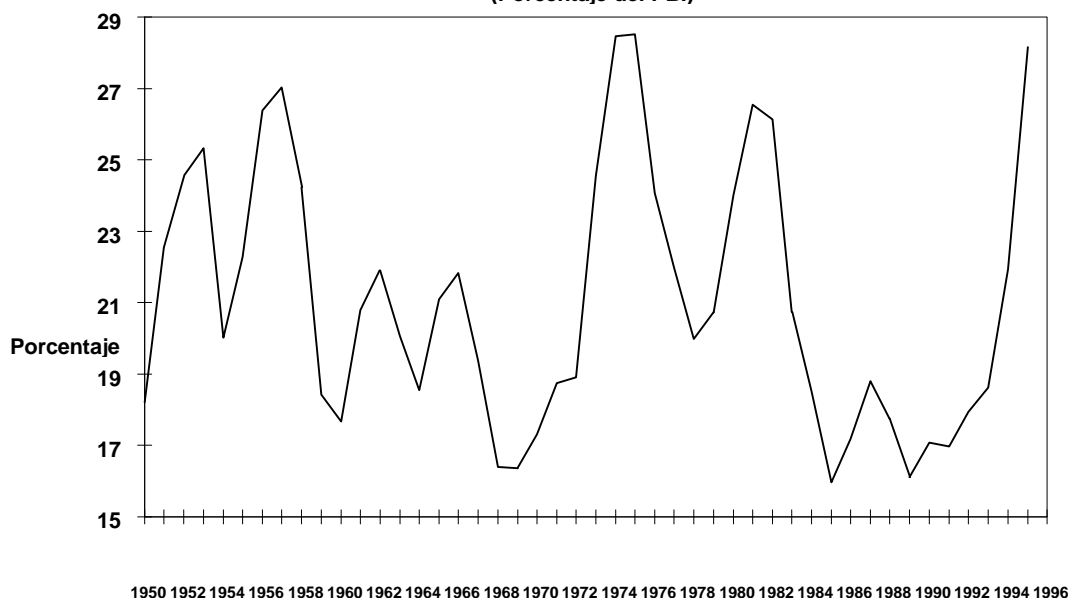


¿Cuál ha sido el comportamiento de la inversión en cada una de estas tres grandes fases o etapas? El gráfico 3 muestra la inversión bruta total como porcentaje del PBI entre 1950 y 1995. Simplificando la periodización de Seminario (1992), pueden identificarse cinco grandes ciclos a lo largo de estos 45 años. Un primer ciclo de inversión (minería y

<sup>18</sup> Esto sugiere que era el sector real de la economía el que gobernaba el ritmo al que el sistema bancario acumulaba activos externos.

agricultura de exportación) ocurre durante 1950-60 asociado a las reformas estructurales de Odría.

**Gráfico 3**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**(Porcentaje del PBI)**



Fuente: Robles (1996)

El segundo ciclo de inversión, que abarca desde 1960 hasta principios de la década del 70, está caracterizado por un descenso claro de la tasa de acumulación de capital; una causa probable es la incertidumbre causada por la crisis política del estado oligárquico<sup>19</sup>.

El tercer ciclo de inversión, que se inicia con el gobierno de Velazco y termina con la crisis de la deuda externa en 1982, se distingue por el rol básico que juega la inversión pública financiada con deuda externa. Este proceso de acumulación estatal se interrumpe en 1976-77 a raíz de una crisis precoz de deuda externa, asociada al fin del Golden Age<sup>20</sup> de la economía mundial; la resolución de esta crisis con un notable incremento de las exportaciones<sup>21</sup>, permite que la inversión pública se recupere al principio del segundo

<sup>19</sup> Véase Cotler (1994).

<sup>20</sup> Véase Maddison (1991).

<sup>21</sup> A fines de los 70, maduran dos grandes proyectos de inversión, en cobre y petróleo, iniciados al principio del gobierno de Velazco, se elevan los términos de intercambio, y se produce un boom de las exportaciones no tradicionales.

gobierno de Belaunde. Los problemas de balanza de pagos de 1982-83, vinculados a otro shock externo, cierran definitivamente este ciclo.

El cuarto ciclo (1983-93) trae consigo el desplome total de la tasa de inversión. La carga de la deuda externa sobre las cuentas fiscales, la inestabilidad macroeconómica creciente que desembocó en la hiperinflación, y la fallida estatización de la banca, son causas importantes de esta caída de la inversión. Hay que subrayar, sin embargo, que la guerra interna desatada en 1980 también parece haber sido un factor básico que destruyó, poco a poco, la confianza del sector privado y aumentó la incertidumbre extraeconómica, o riesgo político, a grados extremos. Esto provocó que la inversión privada se contrajese persistentemente mientras crecía la expatriación de capitales<sup>22</sup>.

El quinto y último ciclo de inversión se inicia en 1993, apoyado por una masiva afluencia de capitales vinculada a la privatización de empresas públicas y a la repatriación de capitales nacionales. Una hipótesis sostiene que la captura de Abimael Guzmán, el líder de Sendero Luminoso, fue el acontecimiento que permitió el inicio de este ciclo al reducir exponencialmente el riesgo político. La hipótesis alternativa propone darle el crédito de este nuevo boom de inversión al programa de estabilización y reformas estructurales ejecutado por el gobierno de Fujimori.

### **3. INTERPRETACIONES DEL CRECIMIENTO PERUANO**

Existen tres interpretaciones básicas de esta evolución de la economía peruana entre 1950 y 1995. La primera atribuye este desempeño, bueno o malo, a la estrategia de crecimiento que imperó en cada período. Por ejemplo, quienes advierten que buena parte de esa buena performance macroeconómica de la primera etapa (1950-75) ocurre bajo un modelo primario exportador, o que casi la totalidad de la desastrosa performance macroeconómica de la segunda etapa (1976-90) ocurre bajo un modelo de sustitución de importaciones con una fuerte intervención estatal, están tentados de convertir esta

---

<sup>22</sup> Véase Figueroa (1993).

asociación en causalidad. El modelo de desarrollo, es decir, las reformas estructurales de uno u otro signo, explican el desempeño macroeconómico de largo plazo<sup>23</sup>.

La segunda interpretación atribuye este desempeño histórico de la economía peruana a las fluctuaciones recurrentes de la economía internacional, particularmente pronunciadas desde mediados de los setenta<sup>24</sup>. Así, quienes adviertan que el íntegro de esa buena performance macroeconómica de la primera etapa (1950-75) coincide, casi exactamente, con el contexto externo extremadamente favorable que creó el Golden Age del capitalismo occidental descrito por Maddison (1992), podrían concluir con, igual razón, que esta situación económica internacional es el factor explicativo decisivo de esa buena performance<sup>25</sup>.

Desde este punto de vista, también se podría argüir que el estancamiento y la alta inflación de los ochenta fueron fruto de otro shock externo adverso, similar al que marco el fin del Golden Age, que desencadenó la crisis de la deuda externa. O, también podría afirmarse que la afluencia de capitales ocurrida en la primera mitad de los 90, asociada a tasas de interés externas históricamente bajas<sup>26</sup>, ha sido un factor decisivo para la existencia de este nuevo momento de estabilización de los precios y expansión del producto agregado, que tipifica la primera mitad de los 90 en toda América Latina.

La tercera interpretación de esta experiencia histórica le otorga un papel protagónico a la política macroeconómica<sup>27</sup>; el éxito o el fracaso dependerían de las políticas macroeconómicas adoptadas a lo largo del tiempo. Como afirman Marfán y Bosworth (1994), al evaluar la experiencia chilena, cuyo éxito tiende normalmente a asociarse con las reformas estructurales, "What does emerge -particularly in the evaluation of the economics

---

<sup>23</sup> Desde una perspectiva pro-industrialista, véase Schydrowsky y Wicht (1979) y Jiménez (1991) que enfatizan el límite intrínseco a una industrialización dependiente de insumos y bienes de capital importados, y orientada exclusivamente al mercado interno. Desde una perspectiva anti-industrialista, véase Paredes y Sachs (1990) y Hunt (1996).

<sup>24</sup> Véase Krugman (1988).

<sup>25</sup> Iguñiz (1986), Frenkel, Fanelli y Rosenwurcel (1990) y Taylor (1991a), han enfatizado la importancia del contexto externo como determinante de la performance macro-económica. Hofman (1993) muestra que el crecimiento del PBI per cápita bajo el modelo ISI fue alto en Latinoamérica durante el Golden Age.

<sup>26</sup> Véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

<sup>27</sup> Véase Thorp (1995), quien subraya el papel de la gestión macroeconómica.

events of the past ten years- is the clear benefit of pragmatic, conventional macroeconomic policies that emphasize stable prices [and] stable growth in demand."

Un ejemplo clásico es el rol que jugó la política macroeconómica en Europa durante el Golden Age. Según Maddison (1991), el principal logro de la política gubernamental no

fue el "fine tuning" sino el "success in nurturing a buoyancy of demand ...which kept the economies within a zone of high employment. The clear bias in favour of growth and employment...and the absence of crassly perverse deflationary policies were the most important features differentiating post-war from pre-war domestic policy. The pay-off was bigger than could reasonably anticipated. The absence of downside risks in terms of output and the buoyancy... (of)...profits, sparked off a secular investment boom".

En particular, habría que destacar la importancia que tienen las políticas macroeconómicas adoptadas como reacción ante los recurrentes shocks externos que sufre una economía como la peruana. De esta interacción entre política macro y shocks externos resultan las crisis de balanza de pagos o los ajustes exitosos. Estos eventos singulares determinan muchas veces la trayectoria posterior de la economía en términos de crecimiento e inflación.

Como señala Krugman (1988), "a country that experiences severe external shocks has done well if it escapes with only a temporary recession and a temporary bout of inflation, rather than a sustained reduction in growth prospects and a permanent shift to higher inflation rates". Y la respuesta de política macro-económica es "the key to coping successfully with an unfavorable external shock".

Así, por ejemplo, quien advierta que el punto de inflexión (1975) de la performance macroeconómica peruana coincide no sólo con un shock externo, sino también con una modificación significativa del régimen de política macro-económica<sup>28</sup>, podría estar tentado de extender las conclusiones de Marfán y Bosworth al caso del Perú. De esta manera, podría argüirse que la inflación y el estancamiento que caracterizan la segunda etapa (1975-90), se explican por la interacción entre los shocks externos adversos y esta modificación del régimen de política macroeconómica<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> A mediados de los setenta, se sustituye el sistema de tipo de cambio fijo por un crawling-peg con una meta de tipo de cambio real, y se convierte a los precios públicos en un instrumento privilegiado de la política fiscal; véase Thorp (1995) y Fitzgerald (1985).

<sup>29</sup> Para cerrar las brechas externa y fiscal generadas por el aumento de la carga de la deuda externa, se utilizó como instrumentos el tipo de cambio y los precios públicos. Primero, sus valores reales se elevaron fuertemente; luego, sus valores nominales fueron indexados a la inflación pasada.



En suma, una conclusión prudente sería que la performance macro-económica de largo plazo no sólo depende de la estrategia de crecimiento. El contexto internacional y la política macroeconómica también importan.

#### **4. LA ADMINISTRACION DE LOS SHOCKS EXTERNOS DURANTE 1950-75**

Tanto los estudios históricos<sup>30</sup> como los estudios econométricos<sup>31</sup>, sugieren que un componente esencial del modo de regulación macroeconómico vigente durante el período 1950-75, fue la particular mezcla de políticas fiscales, crediticias y cambiarias que se aplicaban en respuesta a un shock externo adverso o desestabilizador (caída de términos de intercambio, subida de tasa de interés). Esta mezcla de políticas incluía una devaluación, una restricción crediticia y una política fiscal contractiva.

Esta forma de administración de los shocks externos adversos y ciertos rasgos estructurales de la economía peruana, han dado lugar a un conjunto de regularidades empíricas o hechos estilizados de la dinámica de corto plazo. Estos hechos se refieren a las relaciones que existen entre el ciclo de corto plazo del nivel de actividad económica, la tasa de inflación y la evolución del sector externo (tipo de cambio, balanza comercial y reservas de divisas).

El punto principal es que los períodos de recesión son al mismo tiempo períodos de aceleración de la inflación<sup>32</sup>, y son también períodos de crisis de balanza de pagos. Es necesario subrayar que las características básicas de esta dinámica de corto plazo, en particular, de la cadena crisis de balanza de pagos-aceleración de la inflación-recesión, son un rasgo común a las tres etapas en que hemos dividido estos 45 años.

---

<sup>30</sup> Véase Thorp (1996), para un análisis detallado de todas las experiencias de estabilización peruanas desde los 50.

<sup>31</sup> Véase Seminario y Boullon (1992), Robles (1996), Terrones y Calderón (1993) y Vilcapoma (1996).

<sup>32</sup> Una regularidad empírica notable de la economía peruana es que las aceleraciones de la inflación coinciden con las recesiones. Tres trabajos recientes sobre la experiencia peruana -Seminario y Boullon (1992), Terrones y Calderón (1993) y Robles (1996), que usan distintos métodos para separar el ciclo de la tendencia- encuentran que la inflación es anticíclica respecto al nivel de actividad económica.

Esta cadena tiene varios eslabones. El primer eslabón conecta las devaluaciones<sup>33</sup> con una caída apreciable de las reservas de divisas del sistema bancario. Esta regularidad refleja una regla de política vigente durante estos 45 años, una función de reacción invariante de las autoridades monetarias, ya que el tipo de cambio siempre ha sido administrado, de una u otra manera, por el Banco Central.

El segundo eslabón surge de constatar que el inicio de todas las recesiones importantes durante estos 45 años (que podemos fechar convencionalmente en 1953, 1957, 1967, 1975, 1982, 1987) coincide o es precedida por una caída de las reservas, debida a un déficit de la balanza comercial<sup>34</sup>; no se registran caídas de reservas internacionales generadas por flujos de capitales. De las 6 recesiones listadas, las 5 primeras coinciden con shocks externos adversos.

El tercer eslabón de la cadena, es que durante estos 45 años no existe, prácticamente, ningún episodio importante de aceleración inflacionaria que no haya estado asociado a una devaluación, o a un incremento de la tasa de devaluación.

Resumiendo esta dinámica de corto plazo, podemos decir que, durante el período de tipo de cambio nominal fijo (1950-75), las recesiones están asociadas a caídas de reservas y a devaluaciones discretas, de una sola vez, que producen aceleraciones transitorias de la inflación. Una vez resuelta la crisis de balanza de pagos, la inflación se reduce<sup>35</sup>.

Varios son los factores que estarían gobernando esta dinámica de corto plazo. El primero, es esa regla de política invariante que estipula que las autoridades sólo devalúan el tipo de cambio cuando las reservas de divisas disminuyen. El segundo, es que una elevación

---

<sup>33</sup> Las devaluaciones durante el período 1950-75, o el incremento de la tasa de devaluación durante el período 1976-95.

<sup>34</sup> Véase Vilcapoma (1996). La balanza comercial puede deteriorarse por motivos muy diversos (shocks externos y/o factores domésticos). El punto es que cualquiera sea el origen del déficit comercial, si este implica que las reservas de divisas disminuyen, esto inicia un ciclo recesivo. Debido a la afluencia de capitales, durante 1993-95 coexisten un déficit comercial creciente, una reactivación del nivel de actividad económica, y un aumento de las reservas de divisas.

---

<sup>35</sup> Por el contrario, cuando se intenta fijar el tipo de cambio real y los precios públicos reales (el período 1976-90, grosso modo), una vez resuelta la crisis de balanza de pagos, la inflación no disminuye.

del tipo de cambio real puede ser recesiva e inflacionaria en el corto plazo al estilo del modelo de Taylor-Krugman (1978). El tercero, es que la elevación del tipo de cambio real ha sido, normalmente, parte de un paquete de medidas para enfrentar una crisis de balanza de pagos; este paquete incluye, por lo general, políticas fiscales y crediticias restrictivas<sup>36</sup>.

## **5. LOS LIMITES DE LA POLITICA MACROECONOMICA EN LOS 90**

Aún cuando sea posible hoy día replicar fielmente la estrategia de crecimiento de 40 años atrás, no se puede hacer lo mismo en el terreno de la política macroeconómica. La idea básica de esta sección es que esa mezcla de políticas utilizada en los 50 para administrar con éxito los shocks externos adversos, no se puede aplicar en los 90.

Como veremos, la liberalización financiera de los 90 ha trabado el mecanismo tradicionalmente usado en la economía peruana para enfrentar un shock externo, al disminuir notablemente la potencia de la política monetaria: el Banco Central es incapaz de imponer una restricción crediticia y tampoco puede devaluar fácilmente.

Durante el gobierno de Fujimori pueden identificarse dos grandes regímenes de política macroeconómica. En el primer régimen (1990-92), la mezcla de política macroeconómica estuvo compuesta por una meta monetaria (el banco central reguló la cantidad de dinero doméstico en circulación a través de la compra-venta de dólares) y una fijación activa de los precios públicos, que fue el instrumento privilegiado de la política fiscal.

En este régimen, hubo una clara división del trabajo entre la política monetaria y la política fiscal. La política monetaria se encargaba indirectamente del control de la inflación fijando tasas decrecientes de incremento de la cantidad de dinero. La política fiscal generaba

---

<sup>36</sup> Los trabajos de Seminario y Bouillon (1992), Robles (1996), Terrones y Calderón (1993) y Vilcapoma (1996), encuentran que el tipo de cambio real es anticíclico, que los salarios reales son procíclicos, y que el crédito al sector privado es procíclico y mucho más volátil que el PBI. Vilcapoma (1996) muestra también que algunos componentes del gasto público son procíclicos.

un superávit primario destinado a cumplir con los pagos de la deuda externa, elevando los precios públicos reales de los combustibles<sup>37</sup>.

La política monetaria restrictiva provocaba una apreciación cambiaria que, a su turno, frenaba el alza del nivel de precios; sin embargo, el incremento de los precios públicos actuaba en la dirección contraria. Esta dualidad explica que la desinflación durante 1990-92 fuese lenta y exhibiese retrocesos pronunciados, asociados a notables fluctuaciones de la tasa de devaluación y a frecuentes shocks de precios públicos. Aun así, esta experiencia ha servido para confirmar una vez más la eficacia antinflacionaria que tiene en el Perú una sobrevaluación del tipo de cambio.

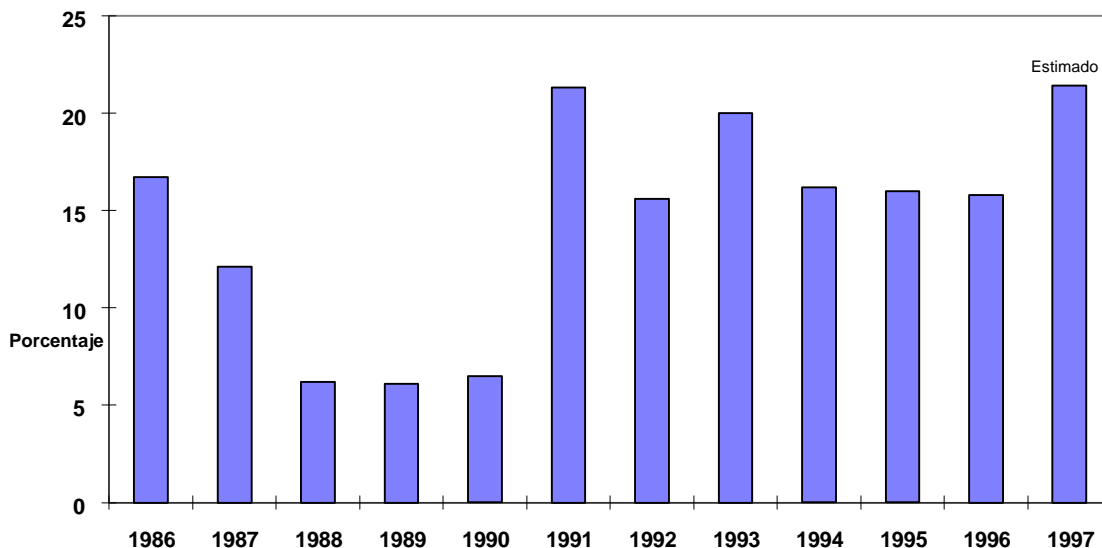
El proceso de control de la hiperinflación en el Perú ha sido notablemente lento, cuando se le compara con procesos similares en economías también dolarizadas, como la boliviana (1985) o la argentina (1991). Desde el inicio del programa de estabilización, hasta que se registro una inflación (precios al consumidor) por debajo del 2% mensual durante 3 meses consecutivos, la estabilización peruana tardó 37 meses, (agosto 1990 a setiembre 1993), la estabilización argentina 4 meses (abril 1991 a agosto de 1991) y la estabilización boliviana 13 meses (agosto 1985 a setiembre 1986).

Esta combinación de políticas sirvió, sin embargo, para conciliar este proceso de desinflación con el incremento del servicio de la deuda externa, cosa que no se pudo hacer en la década de los ochenta. Los dos objetivos inmediatos del programa económico del gobierno de Fujimori eran acabar con la hiperinflación y normalizar las relaciones del país con la comunidad financiera internacional. Esto último supuso reanudar el servicio de la deuda pública externa (véase gráfico 4), primero, a los organismos multilaterales, luego a los gobiernos nucleados en el Club de París y, por último, a la banca comercial internacional en el marco del Plan Brady.

---

<sup>37</sup> Existe un interregno, en la segunda mitad de 1990, donde la política antinflacionaria consistió en fijar el tipo de cambio y los precios públicos nominales, al estilo de los planes heterodoxos de los 80, de la experiencia boliviana de 1985, o de la experiencia argentina con Cavallo; véase Dancourt (1996).

**Gráfico 4**  
**SERVICIO PAGADO DE LA DEUDA PUBLICA**  
**(Porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios)**



Fuente: Banco Central de Reserva

El período de vigencia de esta mezcla de políticas, como se puede ver en el cuadro 1, se caracteriza por una lenta desinflación, por el estancamiento del nivel de actividad económica en el fondo del pozo, y por una enorme sobrevaluación del tipo de cambio real.

La mecánica de esta apreciación del tipo de cambio real puede resumirse así. De un lado, a través de la compra de dólares, la política monetaria fija una cierta tasa de aumento de la cantidad de dinero doméstico. Del otro lado, la política fiscal impulsa la tasa de inflación por encima del crecimiento de la cantidad de dinero, a través de los reajustes periódicos de precios públicos. De esta manera, se reduce la cantidad real de dinero.

Dado el nivel de actividad, esto implica que al público le falta dinero nacional (el medio de cambio) para realizar sus transacciones. Para intentar conseguirlo, el público puede inmediatamente vender dólares (el depósito de valor por excelencia en una economía dolarizada como la peruana) o, a mediano plazo, cambiar sus hábitos de uso del dinero acostumbrándose a realizar cada vez más transacciones directamente en dólares<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Ciertamente, también puede demandar más crédito bancario, o rematar sus inventarios de bienes. Lo primero, no es una objeción esencial para el argumento del texto, y lo segundo no se ha observado en la economía peruana.

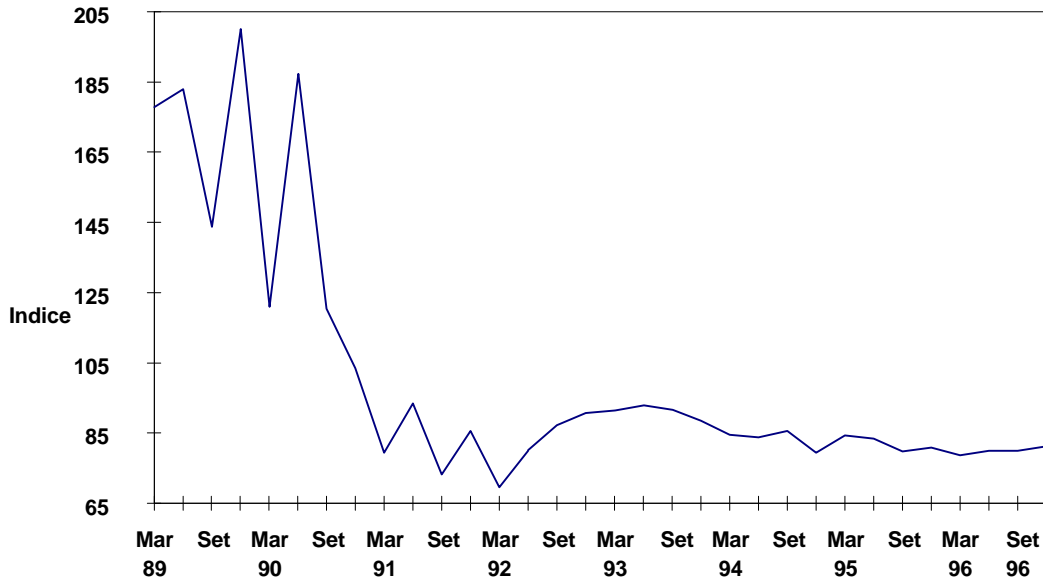
<b>Cuadro 1</b>						
<b>PERU: INDICADORES MACROECONOMICOS</b>						
<b>(Variación anual)</b>						
	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
Sector No-Primario <sup>1</sup>	3.6	-1.7	6.2	14.1	9.5	1.4
Sector Primario <sup>2</sup>	1.85	-5.1	8.0	11.6	2.3	3.5
PBI	2.9	-2.8	6.5	13.1	7.0	2.2
Demanda Doméstica	2.0	-3.1	7.5	11.7	7.0	-0.8
Inversión Pública	6.4	13.9	12.8	21.9	14.5	-13.0
Exportaciones	6.0	2.5	3.3	17.5	7.0	10.1
Indice PBI (1987=100)	79.8	78.4	83.3	94.3	100.8	103.0
Inflación	139.2	56.7	39.5	15.4	10.2	11.8
Devaluación	85.9	69.8	31.9	1.4	6.5	12.1
Precio de Combustibles	114.1	42.5	41.7	4.4	6.3	32.2
Crédito Total al Sector Privado	284.8	96.4	74.0	65.0	43.6	48.6
* Las cifras de PBI a Noviembre-96; las de Demanda e Inversión a Setiembre-96.						
<sup>1</sup> Comprende Industria no procesadora de bienes primarios, Construcción, Gobierno, Comercio y Resto.						
<sup>2</sup> Comprende Agricultura, Pesca, Minería y Manufactura procesadora de Recursos primarios.						
Fuente: BCR (1995, 1997).						

La hipótesis de este texto es que la primera reacción fue la fuerza principal que provocó la sobrevaluación cambiaria. Como puede verse en el gráfico 5, la mayor parte del retraso cambiario que distingue al gobierno de Fujimori, se produjo al iniciarse el programa de estabilización; en agosto de 1990 el nivel general de precios se quintuplicó, debido a que el gobierno elevó el precio de los combustibles en 30 veces, la base monetaria real se redujo en dos tercios y el tipo de cambio libre real se redujo a la mitad respecto al mes anterior.

Posteriormente, a este factor se sumó el impacto más gradual del ingreso de capitales externos, que presiona el tipo de cambio hacia la baja, alterando la oferta relativa de soles y dólares<sup>39</sup>.

<sup>39</sup> Ruiz (1995) contrasta econométricamente ambas hipótesis, (política monetaria vs. afluencia de capitales), y concluye apoyando la visión de una apreciación cambiaria generada directamente por la política monetaria.

**Gráfico 5**  
**PERU: TIPO DE CAMBIO REAL**  
**(Aaosto de 1990 = 100)**



Fuente: Banco Central de Reserva

Durante 1993-95, la mezcla de política macroeconómica se modificó. Para explicar este cambio de un régimen de política a otro habría que tomar en cuenta, primero, que los ingresos públicos por privatizaciones adquirieron significación a partir de 1993-94 y, segundo, que Fujimori deseaba la reelección en los comicios de 1995.

El precio real de los combustibles disminuyó paulatinamente y el gasto público pasó a ser el instrumento privilegiado de la política fiscal. Las metas monetarias fueron sustituidas por metas cambiarias, que redujeron aprecia-blemente la banda de fluctuación del tipo de cambio, hasta aproximarse a un tipo de cambio fijo. Un indicador de esta transición podría ser la volatilidad relativa<sup>40</sup> del tipo de cambio respecto a la cantidad de dinero: esta pasa de 2.34 en 1991-92 a 0.21 en 1993-95.

Como se muestra en cuadro 1, el período de vigencia de esta segunda mezcla de políticas (1993-95) se caracterizó por una rápida desinflación, asociada a la cuasi-fijación del tipo de cambio y los precios públicos nominales, por una notable reactivación de la actividad económica, vinculada a la política fiscal expansiva, y por un grado mucho menor de



apreciación del tipo de real. De esta manera, se cierra el ciclo inflacionario iniciado a mitad de los 70.

En ambos períodos, la afluencia de capitales permitió que las reservas de divisas aumentaran a pesar del creciente déficit comercial, generando así una vía de escape al conflicto entre estabilidad de precios y equilibrio externo que ha caracterizado a la economía peruana en estos 45 años. (Si el tipo de cambio se usa para frenar el alza de los precios, se deteriora la balanza comercial, y viceversa). Es claro que esta sobrevaluación cambiaria -y su impacto antinflacionario- no hubiese perdurado sin la afluencia de capitales externos.

De esta breve descripción, se podría concluir que el régimen de política macroeconómica y la tasa de inflación del período 1993-95, se han aproximado bastante al sistema de tipo de cambio fijo y al 10% de inflación anual, observados durante el apogeo del modelo primario exportador.

Esta aproximación, sin embargo, es más aparente que real. Como hemos mencionado, la mezcla de políticas crediticias y cambiarias, que servía en los 50 y 60 para encarar los shocks externos, no puede utilizarse en los 90. Básicamente, porque dos reformas estructurales asociadas a la liberalización financiera -la dolarización del sistema bancario y la apertura de la cuenta de capitales- impiden que la política monetaria opere adecuadamente.

Para entender este resultado, conviene describir el marco institucional en el que opera la política monetaria. En el sistema financiero peruano no existe un mercado de deuda o bonos públicos y la bolsa de valores tiene escasa importancia macroeconómica. Mas bien, el sistema bancario y un mercado cambiario, de dólares, extenso y bien organizado, son las dos instituciones centrales del sistema financiero.

Estas dos instituciones básicas se han combinado de diversas maneras desde 1980 hasta la actualidad. Durante el gobierno de Belaunde (1980-1985), el sistema bancario

---

<sup>40</sup> Es decir, la desviación estándar de la devaluación mensual dividida entre la desviación estándar

aceptó depósitos y otorgó préstamos en moneda nacional y en moneda extranjera, se aplicó un esquema de minidevaluaciones, y el tipo de cambio libre siguió estrechamente al tipo de cambio oficial.

En los primeros años del gobierno de García (1985-1987), el sistema bancario se desdolarizó, se aplicó un sistema de tipo de cambio fijo múltiple, y el tipo de cambio libre mantuvo un diferencial estable respecto al tipo de cambio oficial más alto. Posteriormente, entre 1988 y 1990, la hiperinflación provocó la dolarización de la riqueza financiera del sector privado, que esta vez ocurrió fuera del sistema bancario, el tipo de cambio oficial perdió progresivamente toda significación, y el mercado cambiario se expandió notablemente, consolidando al dólar como el principal activo de reserva de la economía peruana.

Finalmente, con el gobierno de Fujimori, la banca de fomento es cerrada, la banca comercial privada vuelve a ser autorizada para aceptar depósitos y otorgar préstamos en moneda extranjera, y se instaura un régimen de tipo de cambio flexible. En la actualidad, las tres cuartas partes de los créditos y los depósitos están dolarizados, y el régimen cambiario, como ya hemos mencionado, tiende a aproximarse cada vez más a un sistema de tipo de cambio fijo, aunque sin ningún compromiso explícito de parte de la autoridad monetaria<sup>41</sup>.

Esta última dolarización del sistema bancario es el resultado conjunto de esa autorización y de la flotación cambiaria. Con esta flotación, el banco central adquirió la capacidad de controlar la cantidad de dinero nacional en circulación. Este control, a su vez, impidió que el sector privado pudiese remonetizarse automáticamente, desatesorando la moneda extranjera acumulada durante la hiperinflación, una vez que ésta terminó; como suele ocurrir en un sistema de tipo de cambio fijo.

Por tanto, los dólares-billetes se dirigieron hacia los bancos, en vez de cambiarse por soles. Introducir el dólar en el sistema bancario, implicó asociar a la moneda extranjera con

---

del crecimiento mensual de la base monetaria.

<sup>41</sup> La flotación cambiaria ocupa todavía un lugar destacado en la retórica de las autoridades económicas peruanas.

la economía de costos de transacción que caracteriza a un sistema de pagos bancario, además de convertirlo en un activo que rinde interés.

Cuadro 2											
	Base Monetaria 1989=100	Banca comercial								Reservas Internacion. Netas BCRP Millones de US \$	
		Depósitos en Moneda extranjera		Créditos en Moneda extranjera		Pasivos Internac. % de Créditos en M.E.	Tasa de Interés Real anual				
		Miles de millones de US \$	% del total de depósitos	Miles de millones de US \$	% del total de Créditos		Moneda Activa	Extranjera Pasiva	Moneda Activa		Nacional Pasiva
1990	69	0.756	63	0.451	64	15	n.d	n.d.	n.d.	n.d.	531
1991	56	2.163	75	1.242	68	7	-10.01	-19.37	43.88	-29.60	1304
1992	58	2.627	78	1.755	76	13	26.26	13.66	71.96	-24.24	2001
1993	56	3.875	82	2.732	79	14	8.96	-0.68	23.57	-18.22	2742
1994	72	5.280	76	4.407	74	15	1.04	-7.99	20.46	-7.00	57.18
1995	89	6.027	74	5.831	71	23	13.17	2.54	21.13	-0.28	6641
1996	79	7.628	75	7.573	74	24	17.10	5.95	16.77	-1.20	8482

Datos de fin de período  
Fuente: Banco Central de Reserva

Se produjo, entonces, un masivo incremento de los depósitos en dólares, como puede apreciarse en el cuadro 2. Tres fuentes pueden dar cuenta de este incremento. Primero, la "bancarización" de los dólares billete atesorados durante la hiperinflación. Segundo, la repatriación de capitales y el ingreso de capitales de corto plazo de no residentes. Tercero, los préstamos obtenidos en el exterior por la banca comercial local desde fines de 1994. Cabe anotar que los ingresos de divisas generados por la privatización de empresas públicas (cuya contrapartida, en su mayor parte, es inversión directa extranjera) no constituyen una cuarta fuente, pues estos dineros se mantienen fuera del país y del sistema bancario nacional<sup>42</sup>; esta sería una cuarta fuente, sólo en la medida en que el gobierno financie sus gastos con la venta de estos dólares al público.

Las consecuencias de este proceso de dolarización de los depósitos, tanto sobre las relaciones de la banca comercial con sus deudores como con el banco central, han sido de muy largo alcance.

Este incremento de los depósitos en dólares permitió, primero, una significativa expansión del crédito bancario al sector privado. Segundo, debido aparentemente al deseo de los bancos de atar activos y pasivos por tipo de moneda para evadir el riesgo cambiario,

<sup>42</sup> A fines de 1996, estos fondos representaban el 37% de las reservas de divisas del Banco Central.

esta expansión crediticia ha generado una dolarización de la deuda de las empresas no financieras (cf. cuadro 2).

Tercero, el incremento de los depósitos bancarios en moneda extranjera ha supuesto una ganancia considerable de reservas internacionales netas para el banco central, a través del alto encaje promedio aplicado a estos depósitos; a fines de 1996, estos encajes representaban el 40% de las reservas de divisas de la autoridad monetaria. Sin embargo, este arreglo institucional también implica lo contrario, esto es, que una corrida contra los depósitos bancarios en dólares es, automáticamente, una corrida contra las reservas del banco central

Cuarto, este proceso ha alterado radicalmente los términos en que el banco central debe cumplir su rol de prestamista de última instancia, ante la eventualidad de una corrida de los depositantes, nacionales o extranjeros; de tal modo que ahora las reservas de divisas del banco central no sólo cumplen la tradicional función de proveer liquidez internacional para amortiguar los impactos de los diversos shocks externos a los que está expuesta la economía peruana, sino que, además, constituyen la garantía última de la estabilidad del sistema bancario nacional<sup>43</sup>.

En este marco institucional, la política monetaria opera a través del mercado de dólares y a través del sistema bancario. Actualmente, los principales instrumentos de la política monetaria son la intervención en el mercado cambiario (la compra-venta de dólares, que se puede usar para regular la cantidad de dinero o para fijar el tipo de cambio), los encajes obligatorios sobre los depósitos bancarios, la tasa de interés o remuneración al encaje que el banco central abona a los bancos comerciales, y los activos financieros (antes depósitos, hoy valores emitidos por el propio banco central) que la autoridad monetaria puede ofrecer a los bancos comerciales.

---

<sup>43</sup> Según Seminario (1995), "la dolarización ha generado un régimen monetario que combina los sistemas de tipo de cambio libre y fijo. El Banco Central emite, en realidad, dos monedas. La primera [los depósitos bancarios en dólares] mantiene una paridad fija con el dólar y tiene un respaldo de 100% en activos internacionales. La otra moneda es el sol peruano, que mantiene una paridad libre con el dólar."

Dado este contexto institucional, el tipo de cambio y la oferta de crédito bancario son las dos grandes correas de transmisión que vinculan la política monetaria con el nivel de actividad económica, la balanza comercial y la inflación<sup>44</sup>.

Sin embargo, la dolarización del sistema bancario y la libre movilidad de capitales han reducido notablemente la potencia de la política monetaria, al trabar estos dos grandes canales de transmisión. En primer lugar, la autoridad monetaria no puede regular la oferta de crédito agregada, cualquiera sea el régimen cambiario.

Si el banco central está dispuesto a dejar flotar limpiamente el tipo de cambio, la política monetaria (a través de la compra-venta de dólares y/o los papeles del banco central) podría regular la base monetaria y la oferta de crédito bancario en moneda nacional; es decir, en el mejor de los casos, sólo una cuarta parte de la oferta de crédito total. Dada la dolarización, el problema es que el banco central no tiene como regular el volumen de crédito en dólares, que representa las tres cuartas partes de la oferta total, sin limitar de alguna manera la libre movilidad de capitales<sup>45</sup>.

En segundo lugar, la dolarización del sistema bancario también traba el otro canal de transmisión de la política monetaria, que opera a través del tipo de cambio. Bajo estas condiciones, las empresas y familias que obtienen sus ingresos en soles tienen su deuda denominada en dólares. Acéptese que el banco central puede subir el tipo de cambio real, elevando el precio nominal del dólar. En consecuencia, una devaluación implica elevar la tasa real de interés y la carga real de la deuda.

Dada la inflación, el costo promedio real del crédito, o la carga real de la deuda, depende directamente de las tasas de interés en dólares (que siguen a las internacionales, dados los encajes y el riesgo país), de la tasa de devaluación, y de las tasas de interés en

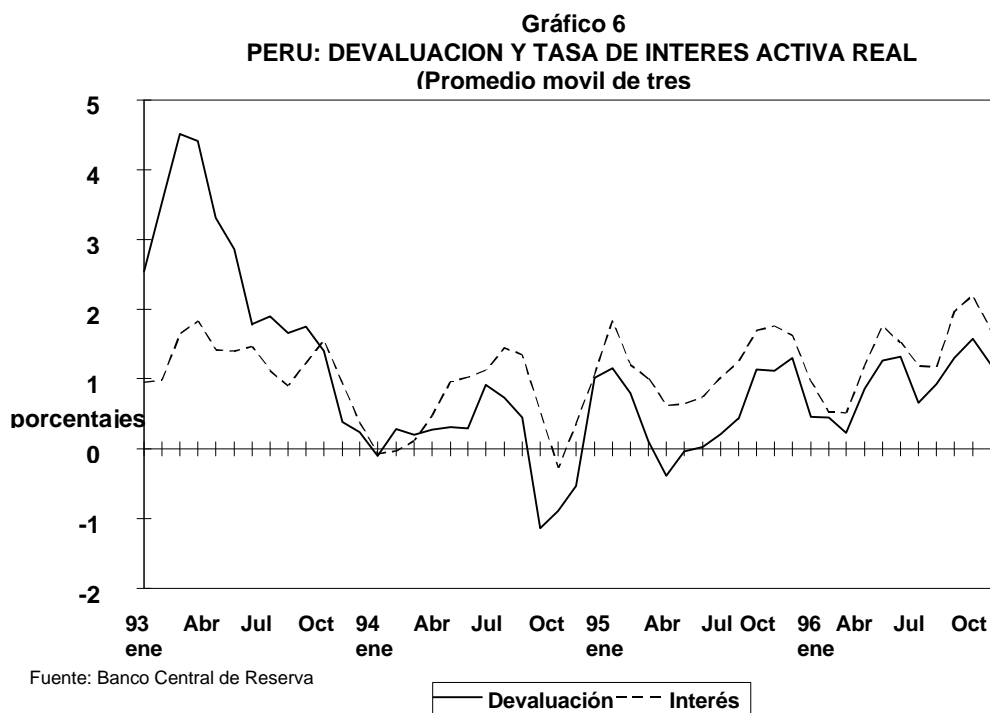
---

<sup>44</sup> Seminario (1995) y Dancourt y Mendoza (1996) presentan modelos con estas características. Ruiz (1995), utilizando la técnica de vectores autorregresivos (VAR), concluye que "el principal canal de transmisión de los cambios de la emisión pareciera ser el tipo de cambio y no la tasa de interés".

---

<sup>45</sup> Ciertamente, si se desdolarizara el sistema bancario, el banco central podría regular la oferta de crédito agregado adoptando una flotación cambiaria, sin necesidad de interferir con la libre movilidad de capitales.

soles; así como de las fracciones del crédito que se otorgan en soles y dólares. El hecho estilizado es que la tasa activa real promedio sigue estrechamente a la tasa de devaluación, como se muestra en el gráfico 6.



De esta manera, una medida máxima de devaluación puede incrementar abruptamente la cartera morosa de los bancos, amenazando con inducir una crisis bancaria. Este efecto de una eventual máxima devaluación ha fortalecido notablemente la coalición de intereses que se opone a ella, incorporando a los bancos y a sus deudores. La fuerza de esta coalición, y el temor de agravar un desequilibrio externo con una crisis bancaria, impiden que el banco central utilice el tipo de cambio, tal como se hacía en el período 1950-75.

En suma, el Banco Central de los 90, como dice el refrán, "está pintado en la pared". La política monetaria casi no existe. La autoridad monetaria no puede restringir el crédito ni devaluar fácilmente.

En realidad, el problema es más complejo todavía, porque la política fiscal en el Perú de los 90 es poco flexible, debido a la importancia del servicio de la deuda pública externa. Supóngase que el pago neto por deuda externa (servicio de la deuda menos desembolsos

nuevos) es positivo, que la recaudación tributaria depende del nivel de actividad, y que la regla de política es que el superávit fiscal primario sea igual al pago neto de la deuda externa pública. En este caso, donde el gobierno no recibe préstamos del sistema bancario doméstico, el gasto fiscal deja de ser un instrumento de política, y se convierte en una variable de ajuste o endógena. Es decir, el gasto público dependerá directamente del nivel de actividad económica e inversamente de la carga real de la deuda.

Dadas las tasas impositivas, este sistema fiscal funciona como un desestabilizador automático. Cuando el nivel de actividad cae, el gasto público también lo hace, y viceversa. Así, por ejemplo, ya no se puede elevar el gasto público para impedir el inicio un ciclo recesivo. Ni tampoco para contrarrestar el impacto de una devaluación (si es que esta es recesiva, porque baja el salario real y/o eleva la tasa de interés real), o el de una política crediticia restrictiva.

Si el gasto público incluye, por ejemplo, el seguro de desempleo, el sistema funciona como un estabilizador automático. El gasto sube cuando el nivel de actividad cae, y viceversa. Este sistema implica que el déficit (o superávit) fiscal primario sea una variable de ajuste libre, es decir, cuyo valor no es fijado exógenamente por los requerimientos de pago de la deuda.

Ciertamente, en el corto plazo, el uso de los recursos de la privatización<sup>46</sup> -o un mayor endeudamiento externo- puede impedir la operación de este desestabilizador automático, dejando abierta la puerta para aumentar el gasto público cuando el nivel de actividad cae. Pero, la trayectoria futura del servicio de la deuda externa pública, sugiere que esta situación no se resolverá fácilmente<sup>47</sup>.

De esta manera, el conjunto factible de mezclas de políticas macro-económicas queda severamente restringido. Este es un defecto estructural del régimen de política macroeconómica actual, si se admite que el manejo normal de la coyuntura económica -y no

---

<sup>46</sup> A fines de 1996, estos recursos equivalían al 40% de los ingresos fiscales anuales.

<sup>47</sup> Véase Ugarteche (1996).



sólo la administración de los shocks externos adversos- debiera estar a cargo de la política monetaria, antes que de la política fiscal, por su mayor flexibilidad y menor potencia relativa.

## **6. EL ESTANCAMIENTO DE 1996 Y LAS OPCIONES DE POLITICA**

La principal consecuencia de estas limitaciones de la política monetaria y de la política fiscal es que ciertas mezclas de política macroeconómica, que son las mejores en determinadas circunstancias, no pueden ponerse en práctica. De esta manera, las fluctuaciones del nivel de actividad económica pueden resultar amplificadas, o incluso ser generadas, por la propia política macroeconómica.

Los sucesos del período 1995-96 ilustran este punto con peculiar claridad. A mediados de 1995, se interrumpió bruscamente el ciclo de expansión que venía experimentando la economía peruana desde 1993, como se puede ver el gráfico 7.

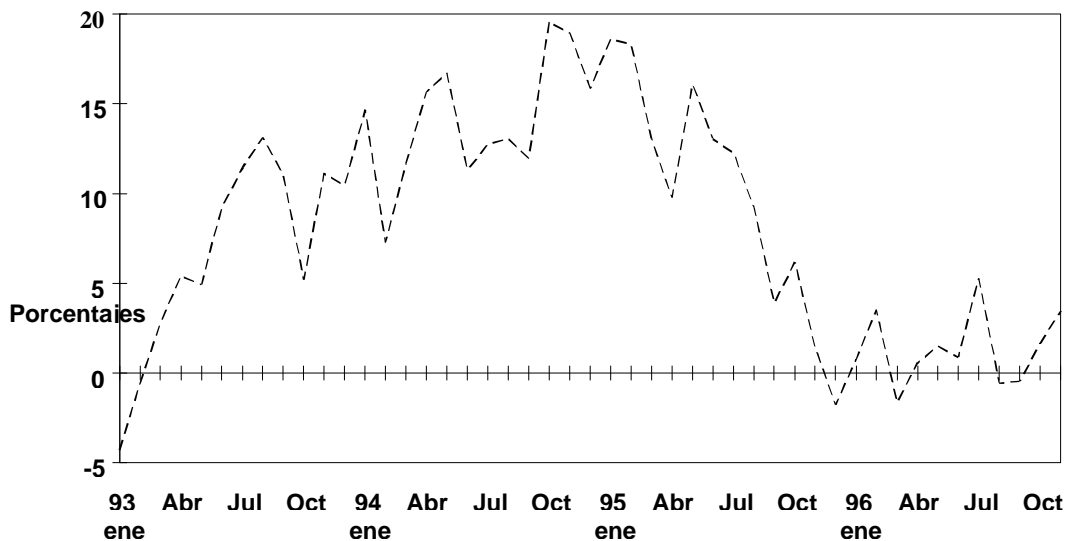
La tasa de crecimiento del sector no primario<sup>48</sup> de la economía, que es el que responde a las políticas fiscales y monetarias, cayo abruptamente hasta un 1.1% en 1996, después de registrar un 9.5% en 1995 (cf. cuadro 1). En contraste, el sector primario, que engloba a la agricultura y las actividades exportadoras de materias primas, y cuyo nivel de producción está determinado básicamente por factores de oferta, mantuvo el mismo ritmo de crecimiento durante 1996 y 1995, entre 2% y 3% anual.

Esta virtual paralización de la economía no primaria ha tenido un efecto importante sobre el empleo y la pobreza. Según CUANTO, S.A., el porcentaje de la población del país que se encuentra por debajo de la línea de pobreza aumentó desde el 46.5% en 1994 hasta el 49% en 1996; cabe mencionar que este indicador de pobreza se redujo en 7 puntos porcentuales durante el período 1991-1994, cuando el nivel de actividad se incrementó notablemente.

---

<sup>48</sup> El sector no primario agrupa a la manufactura no procesadora de recursos primarios, la construcción, el comercio y otros.

**Gráfico 7**  
**EVOLUCION DEL PBI NO-PRIMARIO**  
**(Variación anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva

Respecto a la ocupación, a pesar de la tradicional insensibilidad que muestra el desempleo global ante variaciones del nivel de actividad económica, la tasa de desempleo de los jóvenes limeños entre 14 y 24 años, que representan un cuarto de la población económicamente activa, aumentó desde el 11.2% en 1995 hasta el 15.2% en 1996, según la OIT (1997). Esta misma tasa de desempleo cayó en 5 puntos porcentuales durante la reactivación económica de 1993-1995.

La interrupción de este ciclo de crecimiento no fue causada por un shock externo adverso, el efecto tequila, como ocurrió en Argentina. Es cierto que, durante el primer trimestre de 1995, se registraron todos los síntomas de una salida de capitales de corto plazo, aunque sin la virulencia observada en otros lugares de Latinoamérica. Disminuyeron los depósitos en moneda extranjera, cayeron las reservas de divisas del sistema bancario, subieron las tasas de interés en dólares, se desplomó la bolsa de valores; y el Banco Central tuvo que asumir su rol de prestamista de última instancia de la banca comercial e intervenir en el mercado cambiario.

Sin embargo, esta salida de capitales de corto plazo no tuvo mayor efecto sobre la economía. Básicamente, porque no provocó una subida apreciable del tipo de cambio real, ni tampoco una disminución de la oferta de crédito bancario. Como hemos visto, éstas son las dos correas de transmisión que vinculan la política monetaria, y las crisis financieras, con el sector real de la economía. Si una fuga de capitales no altera el precio del dólar ni la oferta de crédito bancario, entonces tampoco alterará la marcha de la economía.

Esta debilidad del efecto tequila puede explicarse, primero, por las características del sistema financiero peruano. Como no existe un mercado de títulos públicos y la bolsa de valores es pequeña, Lima no fue una plaza financiera internacional capaz de atraer alguna porción significativa de los capitales de corto plazo de no-residentes, que se dirigían a los mercados latinoamericanos en la primera mitad de los noventa. Presumiblemente, estos eran los capitales sensibles a la tasa de interés norteamericana, o a eventos como la crisis mexicana de fines de 1994.

En segundo lugar, es probable que la mayor parte de las entradas de capitales de corto plazo a la economía peruana ocurridas durante los 90, deban clasificarse como una repatriación de capitales. Estos capitales no son, en realidad, capitales de corto plazo volátiles. El asunto es que las consideraciones políticas de largo plazo -la derrota de los movimientos subversivos- pueden tener mucho peso en la decisión de repatriar o no capitales.

Es decir, un sistema financiero de carácter bancario y un flujo de capitales poco sensible a las tasas de interés externas, determinaron que la economía peruana permaneciese relativamente desconectada de los mercados financieros norte-americanos; a pesar de que el programa neoliberal peruano abrió radicalmente la cuenta de capitales a inicios de los noventa. Esto explica que no hubiera efecto tequila en el Perú. A diferencia de Chile, donde fue fruto de un designio de política, en el Perú esta desconexión relativa de los mercados financieros internacionales fue producto de las circunstancias<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Estas circunstancias están cambiando aceleradamente, desde 1995, con el creciente endeudamiento externo de corto plazo de la banca comercial local. Este proceso, que se describe más adelante, fortalece los vínculos entre la tasa de interés externa y el costo y la disponibilidad

La interrupción de la reactivación económica fue obra exclusiva de un violento viraje de la política fiscal, ejecutado desde mediados de 1995 y acentuado durante 1996. El origen último de este viraje puede encontrarse en la Carta de Intención que el gobierno suscribió con el FMI en 1995, donde se comprometió a enfriar activamente la economía.

En el cuadro 1, puede apreciarse que el desplome de la tasa de crecimiento de la economía peruana durante 1966 se origina en la contracción absoluta de la demanda doméstica (demanda interna menos importaciones). De los componentes de la demanda interna, el que tiene un comportamiento más volátil es, paradójicamente, la inversión pública que decreció en 13% durante 1996, después de incrementarse un 15% durante el año anterior. El otro indicador de la severidad del ajuste presupuestal, es que el superávit fiscal primario del sector público se incremento significativamente, a pesar del enfriamiento de la economía (Véase el cuadro 3).

<b>CUADRO 3</b>									
<b>INDICADORES FISCALES:</b>									
<b>OPERACIONES DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO</b>									
<b>(Porcentaje del PBI)</b>									
	Ahorro en cuenta corriente					Gastos de Capital	Resultado Primario SPNF /1	Ingresos de capital SPNF	Resultado Primario SPNF /2
	Del Gobierno Central			Del SPNF	Sin intereses del SPNF				
	Ingresos	Gastos	Ahorro						
1991	9.5	9.6	-0.1	1.0	4.4	3.1	1.3	0.2	1.5
1992	11.4	11.6	-0.3	1.1	5.1	4.2	0.9	0.4	1.3
1993	11.3	11.1	0.2	1.9	5.5	4.4	1.1	0.4	1.5
1994	12.9	12.2	0.7	2.7	6.1	5.1	1.0	4.5	5.5
1995	13.7	13.3	0.4	2.2	5.4	5.1	0.3	1.5	1.8
1996*	n.d.	n.d.	n.d.	4.2	n.d.	4.5	1.8	3.7	5.5
/1 Sin ingresos de capital									
/2 Con ingresos de capital									
* Enero-Setiembre									
Fuente: Banco Central de Reserva									

Tres factores pueden dar cuenta de este viraje. Primero, la crisis mexicana convenció al FMI que un déficit comercial persistente podía ser peligroso, si era financiado con capitales que podían abandonar el país de improviso; la conclusión de política fue que se

---

del crédito doméstico, de un lado, y el tipo de cambio, del otro. Para un análisis de los distintos efectos de un alza de la tasa de interés externa en un sistema bancario dolarizado, véase Dancourt y Mendoza (1996).

necesitaba enfriar la economía para reducir el desequilibrio comercial. El segundo factor está conectado al ciclo político del gasto público: tras la reelección del Ing. Fujimori a principios de 1995, no hubo mayores resistencias gubernamentales a un recorte de este. Last but not least, las cuentas fiscales tenían que adaptarse al aumento del servicio de la deuda externa, a consecuencia de los acuerdos realizados durante 1995-96 con los gobiernos acreedores nucleados en el Club de París, y con la banca privada internacional en el marco del Plan Brady<sup>50</sup>.

El plan era que el enfriamiento de la economía se conseguiría con un fuerte ajuste fiscal, secundado por una política monetaria restrictiva. Sin embargo, como se puede ver en el cuadro 1, lo que realmente ocurrió fue que la política fiscal recesiva, cuyo instrumento principal fue el recorte de la inversión pública en infraestructura, estuvo acompañada de una gran expansión del crédito, que se produjo contra la voluntad explícita de la autoridad monetaria. En cuanto al tipo de cambio real, este se mantuvo constante, como se puede ver en el gráfico 5.

Es decir, la política monetaria habría influido positivamente sobre el nivel de actividad, ya que tonificó la demanda interna a través del incremento del crédito, sin alterar el tipo de cambio real; esto es, sin reducir los salarios reales o sin deteriorar la competitividad de la industria nacional a respecto a la extranjera.

La política monetaria sólo podría calificarse de restrictiva, durante 1996, si nos guiamos exclusivamente por la conducta de los agregados monetarios en moneda nacional; el hecho principal es que la tasa de incremento de la base monetaria descendió del 28% en 1995 al 7% en 1996. Sin embargo, en una economía dolarizada donde las tres cuartas partes del crédito y de los depósitos del sistema bancario están en moneda extranjera, este es un hecho relativo. Así, la oferta total de crédito al sector privado se expandió a tasas crecientes, pasando del 43.6% en 1995 al 48.6% en 1996, debido a los mayores préstamos en moneda extranjera.

---

<sup>50</sup> Véase Ugarteche (1996) y (1997).

Los bancos comerciales expandieron notablemente sus préstamos domésticos en dólares con fondos obtenidos en el exterior, justo cuando la autoridad monetaria intentaba imponer una restricción crediticia a través de una política de esterilización<sup>51</sup>. La evidencia que demuestra que la banca comercial ha recurrido al mercado internacional de capitales para satisfacer la demanda doméstica de préstamos es contundente. En el cuadro 2 puede verse que el endeudamiento externo de corto plazo de la banca comercial se ha acrecentado rápidamente desde la crisis mexicana.

Hay que hacer notar, sin embargo, que el costo real del crédito en moneda extranjera (tasa de interés activa real en dólares) se ha elevado durante 1995-96, tal como puede verse en el cuadro 2. Este encarecimiento refleja, principalmente, la mayor devaluación ocurrida en este período (véase el gráfico 6).

El incentivo para que la banca comercial realice este tipo de operaciones es que hay una brecha sustantiva entre el costo de estos fondos externos y la tasa doméstica de interés activa en moneda extranjera. Además, los depósitos domésticos en dólares están sujetos a un encaje alto, del cual están exentos los fondos externos. Esto último implica que también hay un incentivo para evadir este encaje, disfrazando los depósitos domésticos de cierta magnitud como préstamos externos.

En cuanto a la balanza comercial, el hecho básico es que no se ha registrado una reducción importante del déficit, que sigue girando alrededor de los US\$ 2000 millones, a pesar del notable enfriamiento de la economía (c.f. Cuadro 1). Como porcentaje de las exportaciones, el déficit comercial habría pasado del 38% en 1995 al 32% en 1996. Es cierto que la tasa de crecimiento de las importaciones en dólares descendió desde un 30% en 1995 hasta un 3% en 1996. Pero, habría que descontar el efecto específico de la prohibición de importar autos usados<sup>52</sup> que el gobierno decretó a principios de 1996.

---

<sup>51</sup> Esto es, en colocar valores de corto plazo, a los bancos y otras instituciones financieras, para esterilizar o contrarrestar la emisión resultante de la compra de dólares.

<sup>52</sup> Véase Dancourt y Mendoza (1997).

Esta relativa autonomía de las importaciones con respecto al nivel de actividad económica, tiene conexión con la política monetaria. Si no se modifican el retraso cambiario y la apertura comercial que han abaratado notablemente los productos extranjeros<sup>53</sup>, puede decirse que el comportamiento de las importaciones está gobernado directamente por la mayor o menor disponibilidad de crédito en moneda extranjera. Un ejemplo importante de este vínculo entre crédito e importaciones es el gasto en bienes durables, como automóviles y electro-domésticos, cuya producción nacional es casi inexistente.

Parece, entonces, que el efecto de esta mezcla de política macroeconómica, que ha combinado un duro ajuste fiscal con una importante expansión del crédito, ha sido enfriar la economía sin corregir mayormente el déficit comercial. Estos resultados sugieren que la política fiscal puede paralizar la economía, sin tener gran impacto sobre las importaciones, mientras que la expansión del crédito puede sostener un alto nivel de importaciones, teniendo sólo un efecto secundario sobre el nivel de actividad económica.

Si este es el caso, el enfoque que proviene de Mundell (1968), y que trata de la correcta asignación de instrumentos para alcanzar ciertos objetivos de política económica<sup>54</sup>, sugeriría una mezcla de políticas exactamente opuesta. Es decir, un ajuste monetario acompañado de una expansión fiscal.

Según Mundell (1968), en un contexto de tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, para corregir un desequilibrio externo, con el mínimo impacto sobre el producto, la política monetaria debe ser contractiva y la política fiscal expansiva. Si el nivel de precios es una función directa del tipo de cambio, una devaluación reducida puede interpretarse como la política que mantiene la inflación baja. Quedan, entonces, dos políticas -fiscal y crediticia- que pueden combinarse de diversas maneras, dependiendo del impacto relativo que cada una de ellas tenga sobre los otros dos objetivos, las cuentas externas y el nivel de actividad económica.

---

<sup>53</sup> El gobierno y el FMI se han resistido a aceptar lo obvio, esto es, que la apertura comercial y el retraso cambiario tienen gran responsabilidad en la generación de la brecha comercial.

<sup>54</sup> Tema que también se discute en Krugman (1988) y Taylor (1991, cap. 7).

En el contexto original de Mundell, la política monetaria es restrictiva para elevar la tasa de interés, atraer más capitales externos, y resolver así el desequilibrio de la balanza de pagos. En nuestro caso, en un contexto bancario, la política monetaria sería restrictiva si reduce la oferta de crédito agregada. Esto implicaría atraer menos capitales (que los bancos obtengan menos fondos externos) para resolver así el desequilibrio externo de la balanza comercial.

Supóngase que la política fiscal pueda usarse, aumentando el gasto público, o no recortándolo, para evitar que la economía se estanque. Esto implica que, para cumplir con esos mayores pagos netos de deuda externa pactados, debe ser posible usar los recursos de la privatización, o recaudar impuestos que no recesen la economía.

Impuestos de esta clase podrían ser los aranceles, o los impuestos al consumo, que recaen sobre los bienes de consumo durables (electrodomésticos, automóviles, etc.). Como en la economía peruana no se producen prácticamente sustitutos nacionales de estos bienes importados, estos impuestos no deprimirían el nivel de actividad económica doméstica.

Si la política fiscal es utilizable, entonces puede pensarse en una combinación de política monetaria y política fiscal, exactamente opuesta a la que se aplicó en 1995-96. Como hemos visto, esta mezcla de políticas se puede caracterizar como ajuste fiscal más expansión monetaria. La alternativa implicaría entonces una política fiscal neutra o algo expansiva, de la manera antes descrita, y un ajuste monetario.

Los dos objetivos de la mezcla de políticas propuesto serían reducir el déficit en cuenta corriente y evitar la recesión. Al igual que en la mezcla de políticas real, si la inflación debe permanecer bajo control, no hay mucho lugar para elevar el tipo de cambio. En consecuencia, sólo quedaría utilizable el otro canal de la política monetaria, la oferta de crédito bancario.

Si se desea recortar la oferta de crédito total y encarecer su costo promedio, puede aplicarse un encaje a los fondos que la banca comercial consigue en el exterior, similar al que recae sobre los depósitos domésticos en dólares. La idea se inspira en la experiencia chilena.



Bajo condiciones razonables, puede argüirse que esta política elevaría las tasas de interés activas, en soles y dólares, y también el tipo de cambio<sup>55</sup>. De esta manera, la política monetaria podría ser la herramienta principal usada para corregir el déficit comercial.

¿Cuál es el defecto de este encaje? Qué interfiere con la libre movilidad de capitales, una de las reformas estructurales claves del programa neoliberal peruano. Las autoridades económicas gubernamentales han señalado repetida-mente que, para restaurar el equilibrio externo, no se interferirá ni con el libre comercio ni con la libre movilidad de capitales.

La mezcla de políticas propuesta sería superior al vigente porque puede reducir la propensión a importar al incidir sobre el gasto en los bienes durables importados. Contraer las importaciones supone recesar la economía y/o disminuir la propensión a importar. Como hemos visto, la mezcla de política vigente actúa exclusivamente sobre el nivel de actividad. Si no se quiere actuar sobre la propensión a importar a través del tipo de cambio, la política comercial o impositiva, o a través de la política monetaria, entonces es inevitable que la economía deba paralizarse para corregir el déficit en cuenta corriente. La intención de la mezcla de política propuesta sería actuar justamente sobre la propensión a importar.

La idea es, pues, buscar opciones de política que permitan restaurar la efectividad de la política monetaria. El programa mínimo consiste en recuperar el control de la oferta agregada de crédito bancario, trabando la libre movilidad de capitales de corto plazo lo menos posible. Un encaje sobre los fondos que los bancos consiguen del exterior, similar al que recae sobre los depósitos en dólares, permitiría cierto grado de control. Este instrumento es especialmente útil cuando se trata de restringir el crédito y elevar el tipo de cambio simultáneamente.

Otra alternativa es la que está siguiendo actualmente la autoridad monetaria. El Banco Central ha empezado a buscar formas de controlar la oferta de crédito en moneda extranjera. A fines de 1996, se redujo el interés -remuneración al encaje- que el Banco Central abona a los bancos comerciales por los encajes de los depósitos en dólares. Se quiere

---

<sup>55</sup> Véase Dancourt y Mendoza (1996).

que caigan las tasa pasivas en dólares, para disminuir el atractivo de los depósitos en dólares domésticos.

Si el movimiento de capitales de corto plazo ocurre a través del mercado de depósitos, esta medida tiene sentido. Pero, no queda claro cuál será su impacto, si el movimiento de capitales se explica, principalmente, porque la banca nacional recurre al mercado internacional para satisfacer la demanda doméstica de préstamos.

Finalmente, el programa máximo consistiría en desdolarizar el sistema bancario, por mecanismos de mercado, para poder implementar un modo de regulación macroeconómica similar al que regia en el período 1950-75. Esto, todavía es una utopía.

## **7. A MODO DE CONCLUSION**

En el Perú, la estrategia neoliberal consiste en retornar al modelo de desarrollo basado en las exportaciones de materias primas. Esta empresa, que intenta reinventar los 50 a fines de los 90, se enfrenta naturalmente a diversos obstáculos.

El primer obstáculo es el que podríamos denominar sociopolítico. Acéptese que las reformas estructurales de Fujimori pueden reimplantar exitosamente el modelo primario exportador que imperó durante 1950-60. Aun así, habría que tomar en cuenta el desajuste que el alto grado de urbanización introduce entre la estructura social actual y la estrategia primario exportadora.

Seminario (1995) ha subrayado esta contradicción. "El punto de partida del último intento liberal es el rasgo original de este experimento económico: una economía esencialmente urbana. En el pasado, las economías exportadoras se edificaron sobre una población mayoritariamente rural, gran abundancia de recursos naturales en relación a la población y escaso desarrollo industrial". Según los Censos de población, la participación de la población urbana en el total se incrementó desde un 35% en 1940 hasta un 70% en 1993.

Es difícil que una economía exportadora de minerales genere suficientes puestos de trabajo en una sociedad urbanizada, como demuestra la propia experiencia peruana. Esto implica que el desempleo, disfrazado o no, será uno de los problemas socioeconómicos cruciales. En consecuencia, existirá una presión política por desarrollar actividades económicas que resuelvan este problema. Como Schydlosky (1995) ha argumentado, esta fue una de las vías que condujo hacia la industrialización y el proteccionismo.

Para tener un aparato productivo más diversificado, habría que reforzar la situación de la industria doméstica expuesta a la competencia internacional y promover las exportaciones no tradicionales (incluido el turismo). Esto supone revertir en algún grado la apertura comercial, así como corregir la sobrevaluación cambiaria.

Esta apreciación cambiaria parece implicar una incoherencia, porque la reforma neoliberal propugna una estrategia de crecimiento pro-exportadora. Sin embargo, este tipo de cambio real bajo sólo es incompatible con el desarrollo de exportaciones industriales o, quizás, de exportaciones agroindustriales al estilo chileno, o del turismo a gran escala. No necesariamente es incompatible con las exportaciones de materias primas. Todo depende de la calidad de los recursos naturales existentes y de la tecnología disponible. Podría argüirse, incluso, que la única vía para validar en el mediano plazo este tipo de cambio real, es una gran expansión de estas exportaciones tradicionales.

El otro obstáculo importante es el que podríamos denominar macro-económico. La hipótesis central de este documento es que la economía peruana de los 90 carece de un modo de regulación macroeconómico operativo, que funcione sin producir grandes disrupciones del nivel de actividad económica.

En particular, se ha enfatizado que la autoridad monetaria no cuenta con los instrumentos básicos que normalmente han sido usados para manejar, con relativo éxito, los shocks externos adversos, a los que está expuesta, inevitablemente, una economía pequeña y abierta. La política monetaria ha perdido efectividad a consecuencia de dos reformas estructurales realizadas en el ámbito financiero: la dolarización del sistema bancario y la apertura de la cuenta de capitales.

Superar el primer obstáculo equivale a modificar el modelo primario exportador, quizás hasta hacerlo irreconocible. Superar el segundo obstáculo es una tarea mucho menos complicada. Sin embargo, no se puede descartar que la reforma neoliberal de los 90 tropiece con esta valla de menor altura.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

1995 *Memoria*; Edit. BCRP, Lima

1996 *Perú: Compendio de Estadísticas Monetarias 1959-1995*; Edit. BCRP, Lima

BORRICAUD, F.

1989 *Poder y Sociedad en el Perú*; Edit. Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

CALVO, G.; L. LEIDERMAN Y C. REINHART

1993 “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, Staff papers, IMF, Vol. 38, marzo.

COTLER, J.

1994 “Política y sociedad en el Perú: Cambio y continuidades”; Serie Perú Problema No. 3, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

DANCOURT; O.

1996 “Estabilización y deuda externa en el Perú: Experiencia y perspectivas”; en G. Portocarrero y M. Valcarcel (Edit.) *El Perú Frente al Siglo XXI*; Edit. PUCP, Lima.

DANCOURT, O. y W. MENDOZA

1996 “Flujos de capital, política monetaria y equilibrio externo”. Documento de Trabajo 126, Departamento de Economía, PUCP.

1997 “Informe de Coyuntura: Perú 1996,” Departamento de Economía, Serie Informes de Coyuntura No. 9, PUCP, Lima

FAIRLIE, A.

1996 “Comunidad Andina, Regionalismo Abierto y Comercio Intraindustrial”; en El Protocolo de Trujillo y la Comunidad Andina; Política Internacional 43, Revista de la Academia Diplomática del Perú.

FERRARI, C.

1992 *Industrialización y desarrollo*; Fundación F. Eberth, Lima.

FIGUEROA, A.

1993 *Crisis Distributiva en el Perú*; Fondo Editorial PUCP, Lima.

FITZGERAL, E.V.K.

1985 “Capitalismo de estado en el Perú: Limitaciones de un modelo de desarrollo económico;” en *El gobierno militar: Una experiencia peruana 1968-1980*; Edit. Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

FRENKEL R., FANELLI J.M., Y ROSENWURCEL G.

1990 *Growth and structural reform in Latin America. Where we stand.* CEDES, Buenos Aires, Octubre.

GONZALES, E.

1994 *Ajuste estructural y reforma de la economía fiscal en el Perú*; Serie Documentos de trabajo No. 64, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.

HOFMAN, A.

1993 “Economic Development in Latin America in the 20th Century - A Comparative Perspective;” en Szirmai, Ark y Pilat (Edits.), *Explaining Economic Growth. Essays in Honour of Angus Maddison*; North -Holland, The Netherlands.

HUNT, S.

1996 “Peru: The Current Economic Situation in Long-Term Perspective;” en Efraín Gonzales de Olarte (Edit.), *The Peruvian Economy and structural Adjustment: Past, Present, and Future*; North-South Center Press, University of Miami, Miami.

IGUÍÑIZ, J.

1986 “La Crisis Peruana Actual: Un esquema para una interpretación;” en Heraclio Bonilla (Edit.), *Las Crisis Económicas en la Historia del Perú*; Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social y Fundación Friedrich Ebert; Lima.

JIMENEZ, F.

1991 *Acumulación y Ciclos en la Economía Peruana*. CECEP, Lima.

1996 “Notas Sobre la Desindustrialización Reciente y la Necesidad de una Nueva Política Industrial”; Revista Socialismo y Participación No. 74, CEDEP, Lima.

KRUGMAN, P.

1988 “External Shocks and Domestic Policy Responses,” en Dornbusch y Helmers (Edits), *Open Economy. Tools for policymakers in developing countries*, Oxford University Press, Washington.

MADDISON, A.

1991 *Dynamic Forces in Capitalist Development: A long run comparative view*, Oxford University press, Oxford.

1992 *La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE*, FCE, México.

MARFAN, M. Y BOSWORTH B.

1994 “Saving, Investment, and Economic Growth,” en Bosworth, Dornbusch y Labán (Edits) *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington.

MUNDELL, R.

1968 “The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability,” en Mundell, *International Economics*, Macmillan.

PAREDES, C. Y J. SACHS

1990 *Estabilización y Crecimiento en el Perú: Una propuesta independiente*; GRADE, Lima.

ROBLES, M.

1996 *Los ciclos económicos en el Perú*, Instituto Nacional de Estadística e Informática, Lima

ROJAS, J.

1996 *Políticas comerciales y cambiarias en el Perú, 1960-1995*. Fondo Editorial PUCP.

ROJAS, J. y L. VILCAPOMA

1996 “Algunas características importantes de la nueva Banca Peruana: Un estudio preliminar”; Documento de Trabajo 124, Departamento de Economía, PUCP.

ROSSINI, R.

1991 “Liberalización comercial y estabilización económica,” en Foro Económico Liberalización del Comercio Exterior, Fundación F. Ebert, Lima

RUIZ, G.

1995 “Apreciación cambiaria, política monetaria y afluencia de capitales: Perú 1990-1994,” *ECONOMIA*, Vol. XVIII, No. 35-36, Departamento de Economía, PUCP, Lima.

SCHYDLOWSKY, D.

1979 *Anatomía de un fracaso económico: Perú 1968-1978*; Edit. Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico, Lima.

1986 *The macroeconomic effect of nontraditional exports in Peru*; Economic Development And Cultural Change 13, University of Chicago.

1996 “La Recuperación Económica Peruana en Contexto Histórico”; Mimeo.

SEMINARIO, B.

1995 “Reformas estructurales y políticas de estabilización,” Documento de Trabajo CIUP, Lima.

SEMINARIO, B. y C. BOUILLON

1992 “Ciclos y tendencias en la economía peruana,” Cuadernos de Investigación 15, CIUP, Lima.

TAYLOR, L.

1991 *Income Distribution Inflation, and Growth. Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*; The MIT Press, Cambridge.

1991a “Economic Openness: Problems to the Century Ends,” en Economic Liberalization: No PANACEA, T. Banori Editor, Oxford University Press.

TAYLOR, L. y P. KRUGMAN

1978 “Contractionary effects of Devaluation”, *Journal of International Economics*, Vol 8.

TERRONES, M. y C. CALDERON

1993 “El ciclo económico en el Perú”. Serie Documentos de Trabajo 20, GRADE, Lima.

THORP, R.

1995 “Gestión Económica y desarrollo en Perú y Colombia.” Universidad del Pacífico, Lima.

1996 “A Long-Run Perspective on Short-Run Stabilization;” en Efraín Gonzales de Olarte (Edit.), *The Peruvian Economy and structural Adjustment: Past, Present, and Future*; North-South Center Press, University of Miami, Miami.

THORP, R. y G. BERTRAM

1978 “Perú 1890-1977: Growth and Policy in an open economy”, Columbian University press, New York.

UGARTECHE, O.

1996 “La Deuda Peruana a fines de Siglo”; CEDEP, Lima

1997 “Deuda Externa: El Fin de la Historia;” en Revista Actualidad Económica 175, Lima.

VEGA, J.

1995 *Foreign Trade Policy and Economic Integration Policy in peru:Analysis of a Dilemma*, Prepared for the Inter-American Dialogue’s Economic Integration Conference, Mimeo.

VEGA-CENTENO, M.

1989 “Inversiones y cambio técnico en el crecimiento de la economía peruana,” *ECONOMIA*, Vol. XII, No. 24, Departamento de Economía, PUCP, Lima.

VILCAPOMA, L.

1996 “Fluctuaciones macroeconómicas en la economía peruana; 1950-1990,” Documento de Trabajo 130, Departamento de Economía, PUCP, Lima.