Oscar Dancourt

ESTABILIZACION Y DEUDA EXTERNA
Experiencia y perspectivas

INTRODUCCION

Bajo el gobierno del Ing. Fujimori, el Perú se ha convertido en el laboratorio económico de las versiones más radicales del denominado "consenso de Washington"[1] en materia de estabilización, de reformas estructurales y, en especial, de servicio de la deuda pública externa.

El objetivo de este texto es realizar una evaluación de esta experiencia de laboratorio a partir de las conexiones existentes entre la estabilización macroeconómica y la "reinserción en la comunidad financiera internacional" o, en otros términos, a partir de las relaciones entre el programa antinflacionario ortodoxo y la reanudación de los pagos por deuda externa a los acreedores oficiales y multilaterales.

En los ochenta, a raíz de la crisis de la deuda, las crecientes transferencias netas por deuda externa estuvieron asociadas a la generación de apreciables superávits comerciales, a la elevación del tipo de cambio real y, sobre todo, a la sustancial aceleración de la inflación. Tanto en el Perú como en Latinoamérica, la década de los ochenta no sólo fue la "década perdida"; también fue la década de la crisis de la deuda y la década de las hiperinflaciones.

1. El consenso que impera en los organismos multilaterales sobre como estabilizar y como reanudar el crecimiento. Véase Williamson (1990) y Frenkel et al (1990).

Por el contrario, en el Perú de los noventa, un notable aumento del servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones ha ido asociado a la generación de apreciables déficits comerciales, a una fuerte caída del tipo de cambio real y, sobre todo, a la liquidación de la hiperinflación. En otros términos, en los noventa la "reinserción en la comunidad financiera internacional" ha coexistido, aparentemente sin mayor conflicto, con un programa antinflacionario exitoso.

Es cierto que los '80 y los '90 también se parecen en algunas cosas como, por ejemplo, las políticas ortodoxas o la omnipresencia del FMI. Pero la cuestión que aquí nos ocupa es cómo pudo conciliarse en los '90 la reanudación de los pagos por deuda externa[2] con una notable desinflación. La hipótesis de este texto es que el programa antinflacionario ortodoxo de los noventa, a diferencia de sus primos hermanos de los ochenta, impuso algún tipo de ancla nominal al sistema de precios. En otras palabras, la hipótesis es que el notable e inesperado retraso cambiario generado por este programa de estabilización es el principal factor que permitió resolver esa contradicción.

A su vez, el tipo de cambio se pudo retrasar apreciablemente sin mayores consecuencias, casi impunemente hasta ahora, debido a una situación internacional extremadamente favorable. En los '90, como han remarcado Calvo et. al. (1994), las tasas de interés norteamericanas más bajas de los últimos 20 años han ido acompañadas de una enorme afluencia de capitales a toda América Latina; un escenario externo totalmente opuesto al de principios de los '80.

Este documento tiene tres secciones. En la primera se hace un recuento del proceso económico que culminó con la hiperinflación desatada a fines de la década de los ochenta, destacando las conexiones entre la política macroeconómica, el sector externo y la inflación. Sin referirnos a este proceso resultaría imposible apreciar el significado de la nueva política macroeconómica aplicada desde agosto de 1990, o entender las razones de su aceptación en la sociedad peruana.

En la segunda sección, se describe la mecánica del proceso de desinflación ocurrido durante 1990-92. El foco de interés es la relación

2. Una crónica precisa de los avatares, costos, beneficios y modalidades de esta "reinserción en la comunidad financiera internacional" se encuentra en Ugarteche (1991-94).

entre las herramientas de la política ortodoxa, el control de la cantidad de dinero y el manejo de los precios públicos, y los dos grandes objetivos del programa económico, reducir la inflación e incrementar los pagos netos por deuda externa. El argumento es que el logro simultáneo de ambos objetivos implica necesariamente una caída del precio real del dólar.

Por último, el texto concluye con una breve discusión sobre los problemas que presenta el tránsito de la estabilización al crecimiento en el Perú de hoy, vistos desde el ángulo del sector externo.

1. LOS OCHENTA: EL CAMINO HACIA LA HIPERINFLACION

Desde los cincuenta hasta 1975-76, la economía peruana creció aceptablemente con una inflación promedio muy baja[3]. Este crecimiento ocurrió, primero, a través de un modelo primario exportador y, a partir de los sesenta, a través de un industrialismo sustituidor de importaciones, que terminó radicalizándose, tanto en términos del grado de protección del mercado interno como del nivel de intervención estatal, con el gobierno militar de Velasco Alvarado[4].

Uno de los componentes básicos del régimen monetario que hizo posible este largo período de baja inflación fue una política de tipo de cambio fijo, donde el precio del dólar sólo sufría reajustes muy infrecuentes, cada tantos años. A su vez, esta política cambiaria tuvo su soporte de largo plazo en los sucesivos ciclos de expansión de las exportaciones de materias primas que distinguen este período.

Esta época de crecimiento se interrumpió a mediados de los setenta, a raíz de fuertes desequilibrios en la balanza comercial, seguidos de una temprana crisis de la deuda externa[5]. Entre 1976-80, el producto per cápita se estancó, a pesar de una importante expansión de las expor-

3. El producto per cápita se elevó a una tasa promedio anual superior al 2% entre 1950-75 y la inflación promedio fue del 10% anual.

4. A consecuencia de las estatizaciones, la participación del Estado en el PBI se elevó de 11% en 1968 a 26% en 1975; véase Fitzgerald (1981).

5. Véase Thorp (1991) y Fitzgerald (1981); Cline (1981) destaca el papel que tuvo en esta crisis el recorte de los préstamos de la banca internacional.

taciones de cobre, petróleo y manufacturas, (que a la postre sería la última que ocurriría hasta bien entrados los 90). Luego, las cosas empeoraron: durante el segundo belaundismo (81-85), el producto per cápita se contrajo a una tasa promedio del 2.2% anual. Simultáneamente, la inflación se fue elevando: desde el 30-40% anual en 1976-77 pasó al 60-70% anual entre 1978-82, para luego saltar al 110-160% anual durante 1983-85.

El surgimiento y la persistencia de esta combinación de estancamiento económico y aceleración inflacionaria que se implantó en la economía peruana desde mediados de los setenta, se explica básicamente por la aplicación de políticas de estabilización ortodoxas que cerraron la brecha externa y la brecha fiscal generadas por la carga de la deuda externa, elevando fuertemente el tipo de cambio real y los precios públicos reales[6].

El otro legado de estas políticas de estabilización fue la dolarización del sistema bancario y de la riqueza líquida del sector privado, desarrollada al amparo del sistema de minidevaluaciones que sustituyó al antiguo régimen cambiario[7]. Entre 1982-85, un tercio del crédito del sistema bancario al sector privado estuvo denominado en moneda extranjera, mientras que los depósitos en dólares representaron más del 40% de los depósitos totales. Dadas las altas tasas de encaje impuestas sobre estos depósitos, los correspondientes fondos de encaje llegaron a representar, a finales del segundo gobierno de Belaunde, casi el íntegro de las reservas internacionales netas del Banco Central, que se tornaron así muy volátiles ya que, a fin de cuentas, pertenecían al público depositante[8].

Estas fueron las condiciones económicas iniciales del gobierno de García[9]. La política de estabilización heterodoxa de los dos primeros

6. Véase Dancourt (1986) y Webb (1987). Sobre las relaciones entre inflación y deuda externa en Latinoamérica, véase Díaz-Alejandro (1984), López (1986) y Frenkel et al. (1990).

7. Véase Vásquez (1987).

8. Véase Vásquez (1987), quien concluye que "la desdolarización se ha convertido en uno de los objetivos de política debido principalmente a que está asociada con la inestabilidad de las reservas internacionales".

9. Las condiciones iniciales de los ciclos populistas, estipuladas por Dornbusch y Edwards (1990), excluyen dos características, como la inflación y la deuda externa,

años del gobierno aprista consistió, fundamentalmente, en poner de cabeza el recetario ortodoxo. Si el gobierno generaba la inflación a través de las minidevaluaciones y el sistemático incremento de los precios públicos nominales, también podía inducir una desinflación haciendo lo contrario. Así, se congeló el tipo de cambio, se redujó la tasa de incremento de los precios públicos, y se instauró un limitado control de precios privados, con lo cual la inflación cayó, desde el 10% mensual promedio que había registrado en el primer semestre de 1985, hasta un 3% mensual durante el último trimestre de ese año[10]; en 1986, después de desactivarse el control de precios, la inflación se estacionó alrededor del 4% mensual.

Esta desinflación, combinada con la conservación de los mecanismos de indexación salarial a la inflación pasada, determinó un fuerte incremento de los salarios reales del sector privado moderno[11] que, a su turno, elevó el consumo. De esta manera, se generó una fuerte reactivación de la economía liderada por la industria manufacturera que mejoró los precios relativos de los agricultores y del sector informal urbano[12].

Durante esta fase, la política crediticia fue bastante restrictiva por temor a los eventuales efectos de la conversión forzosa de los depósitos en moneda extranjera a depósitos en moneda nacional, que García decretó al inicio de su mandato[13]. Esto obligó al sector privado a obtener la liquidez requerida por la reactivación desatesorando dólares, que el Banco Central compró.

---

que parecen relevantes en el caso peruano, e incluyen la acumulación previa de reservas oficiales de divisas, rasgo que habría que calificar en el caso peruano.

10. Durante 1981-85, se desarrolló una dolarización de precios, principalmente industriales, analizada por Vásquez (1987), que explicaría el fuerte impacto antinflacionario de la congelación del tipo de cambio.

11. Los sindicatos, vinculados al conglomerado de izquierda que obtuvo la segunda votación en las elecciones ganadas por García, se opusieron exitosamente a los intentos gubernamentales de limitar las alzas salariales. En 1986, mientras los salarios privados crecían 33%, los del gobierno central y el mínimo legal sólo lo hicieron en 7% y 3%, respectivamente. Véase CUANTO SA (1992).

12. Véase Schuldt (1987).

13. La tasa media de encaje efectiva aumentó del 24% en junio de 1985 al 81% en marzo de 1986, reduciendo el multiplicador bancario de 2.1 a 1.3; véase Schuldt (1987) y Webb (1987).

A pesar de las múltiples aseveraciones en sentido contrario, la política fiscal no tuvo un rol decisivo en esta expansión de la demanda. En verdad, el sector público no-financiero (empresas estatales y gobierno central), se achicó notablemente durante 1986-87. Los gastos totales (corrientes y de capital) netos de intereses cayeron en 13 puntos del PBI, respecto al promedio de 1982-85 donde alcanzaron el 42% del PBI; mientras que los ingresos (impuestos más ventas de bienes y servicios de las empresas estatales) disminuyeron en 15 puntos del PBI respecto a 1982-85 donde alcanzaron el 40% del PBI, reflejando principalmente la reducción de los precios públicos reales, producto de la política antinflacionaria (cf. Cuadro 1). Así, el déficit primario del sector público fue del 1.9% y del 4.2% del PBI, respectivamente, durante la reactivación heterodoxa de 1986-87.[14]

La reactivación duró hasta mediados de 1987, cuando las crecientes importaciones de insumos y bienes de capital, complementarios con la producción nacional, empezaron a presionar la balanza comercial[15]. Aunque se suponía que la imposición unilateral de un tope al servicio de la deuda externa pública[16], permitiría hacer un sitio a este aumento de las importaciones, eso no fue suficiente. Posteriormente, el servicio efectivo cayó por debajo del tope estipulado debido a la crisis de balanza de pagos (cf Cuadro 1).

Este creciente desequilibrio comercial[17] se complicó fatalmente con el colapso del régimen de tipo de cambio fijo ocurrido a mediados del 87. Por primera vez en la década, surgió un apreciable diferencial entre

14. Compárese estas cifras con las de Dornbusch y Edwards (1990). Sobre el déficit cuasifiscal del Banco Central creado por el sistema de cambios múltiples que, según estos autores, habría llegado al 2% del PBI en 1987, véase Banco Mundial (1989, anexo 7); según estos cálculos, ese déficit no pasó del 1% del PBI en 1987 y, más de las dos terceras partes de él no se deben al sistema de cambios múltiples, sino a la compra de dólares en el mercado libre.

15. Los términos de intercambio externo fueron un tercio menores en 1986 y 1987, respecto al promedio de 1982-85.

16. En mayo de 1986, García suspendió los pagos al Fondo Monetario Internacional, un año después al Banco Mundial y, en 1988, también al Banco Interamericano de Desarrollo. Las moras con la banca privada internacional, se empezaron a acumular desde mediados del gobierno de Belaunde (1980-85). Véase Ugarteche (1991).

17. Sobre las medidas tomadas en este período para enfriar la economía y aminorar así las presiones sobre el sector externo, véase Schydlowsky (1990).

el tipo de cambio libre y el tipo de cambio oficial más alto, el exportador. Este colapso tuvo su origen en un ataque especulativo –un incremento repentino de la preferencia por el dólar– vinculado a un evento político que generó una gran incertidumbre en la clase propietaria: la fallida estatización de la banca comercial[18]. La evaporación de las reservas oficiales de divisas puso fin a la resistencia del Banco Central[19] y a la política heterodoxa. Así, el tipo de cambio libre real prácticamente se duplicó entre junio y diciembre de 1987.

Las políticas usadas por el gobierno de García para enfrentar esta crisis de balanza de pagos fueron las que desataron la hiperinflación. En primer lugar, el gobierno reaccionó decretando sucesivos y cada vez mayores "paquetazos" –violentos shocks inflacionarios típicamente compuestos por una maxidevaluación del tipo de cambio y un maxiaumento de los precios públicos– como los de diciembre del 87, marzo del 88, julio del 88; cuyo remate fue el de setiembre de 1988 que generó una inflación de 114% mensual[20]. En segundo lugar, decidió trasladar las importaciones de insumos y bienes de capital del mercado cambiario oficial al mercado libre[21].

El objetivo era elevar el tipo de cambio real y los precios públicos reales para cerrar la brecha externa y la brecha fiscal, como se había hecho durante 1976-78 o durante 83-85. Estas experiencias con las políticas ortodoxas habían dejado una lección: a saber, aunque la inflación se aceleraba, la recesión inducida por estas políticas contraía las importaciones, incrementando automáticamente las reservas de divisas del Banco Central (o permitiendo un mayor pago neto de deuda externa). El traspaso de las importaciones al mercado libre era una medida complementaria que buscaba apurar este proceso de reconstitución de las reservas oficiales.

18. Dornbusch (1988), sostiene que este colapso tuvo su origen en la política fiscal expansiva.

19. La política crediticia restrictiva inicial se relajó progresivamente, hasta terminar financiando el ataque especulativo contra el tipo de cambio ocurrido en 1987.

20. Según Lago (1990), en estos "paquetazos", las alzas salariales eran superiores a las del tipo de cambio y los precios públicos. Véase la refutación de Iguíñiz (1990).

21. Véase Canales y Fairlie (1991).

Sin embargo, a diferencia de las experiencias previas, en esta ocasión el público dolarizaba su riqueza financiera fuera del sistema bancario presionando crecientemente sobre el precio del dólar libre, que el Banco Central no podía controlar. De esta manera, el traspaso de importaciones al mercado libre ligó el sistema de precios privado con el tipo de cambio libre, creando así un mecanismo de retroalimentación inflacionario, que nunca antes existió, basado en la interacción de las decisiones de portafolio y las decisiones de precios del sector privado[22].

Este nuevo mecanismo, muy similar al de las hiperinflaciones clásicas[23], constituía un verdadero círculo vicioso que convergía a una completa sustitución del dinero doméstico por el dólar. La dolarización de los ahorros y la riqueza al presionar sobre el tipo de cambio incentivaba la dolarización de los precios, además de elevarlos; a su vez, la expansión del universo de precios dolarizados, deterioraba la liquidez del dinero nacional y fortalecía la liquidez del dólar, acrecentando así la dolarización de los ahorros y la riqueza[24].

La creación de este mecanismo de retroalimentación inflacionaria y la magnitud de los shocks inflacionarios (los "paquetazos") generados por el gobierno explican el surgimiento de la hiperinflación. Simultáneamente, estos mismos factores explican también la resolución de la crisis de balanza de pagos. Hacia 1989, los salarios reales habían sido licuados por la hiperinflación, el producto agregado se había reducido en un 20% respecto al nivel que alcanzó en 1987, y se había generado un amplio superávit en la balanza comercial (cf Cuadro 1).

Las cuentas fiscales también registran el impacto de estos shocks inflacionarios. Un hecho digno de remarcarse, desde el punto de vista de las teorías fiscalistas de la hiperinflación[25], es que el déficit del sector

22. Durante el período 1982-85, los procesos de dolarización de los ahorros y de dolarización de los precios, analizados por Vásquez (1987), permanecieron independientes entre si, debido a que el tipo de cambio libre nunca fue relevante para las importaciones de insumos y bienes de capital.

23. Véase Van Walre de Bordes (1924).

24. Véase Dancourt y Yong (1989).

25. Según estas teorías, la cadena causal es la siguiente: sube el déficit fiscal, aumenta la cantidad de dinero en circulación, y esto genera inflación. Una versión de esta hipótesis agregaría que los gobiernos populistas tienen una propensión natural al

público prácticamente se eliminó al pasar desde el 3% del PBI en 1987 al 0.2% en 1988, justo cuando la inflación saltaba del 114% en 1987 al 1760% en 1988.[26] A pesar de la brutal aceleración de la inflación, o quizás por ello mismo ya que los precios controlados lideraban la inflación[27], los ingresos del sector público en 1988 fueron un 26% del PBI, cifra igual a la de 1987, mientras que los gastos se recortaban drásticamente. La peruana, debe ser la primera hiperinflación surgida en estas condiciones fiscales tan peculiares.

Este ajuste, aunque realizado por un gobierno populista que no pagaba sus deudas, era impecablemente ortodoxo[28]. Una vez alterada la estructura de precios relativos y resueltos los desequilibrios, a través de una baja permanente de los salarios reales, las experiencias previas habían contenido la aceleración de la inflación, controlando el tipo de cambio oficial y los precios públicos. Desafortunadamente, la operación de este nuevo mecanismo de retroalimentación inflacionaria cuyo eje era el tipo de cambio libre restó eficacia a los antiguos remedios.

---

déficit presupuestario. La versión sofisticada de esta hipótesis (Keynes 1992), construye un sistema de retroalimentación inflacionaria distinto al mencionado en el texto, al subrayar que la inflación destruye el sistema de recaudación tributaria y, por tanto, genera déficit fiscal; y, además, destaca el papel central que tiene la casi total desaparición de la demanda de dinero doméstico.

26. Según la Memoria del BCR de 1993, el déficit primario del sector público fue el del 4.2% y del 3.7% del PBI en 1988 y 1989, respectivamente; estas cifras son las que aparecen en el Cuadro 1. Sin embargo, según la Memoria del BCR de 1990 (pag. 182), el déficit económico del sector público para 1988-89 fue del 7.6% y del 6.2% del PBI, respectivamente; si deducimos los intereses, las cifras serían 3.8% y 1.2 respectivamente; si además, deducimos el rubro 'otros y discrepancias', (pag. 77), las cifras serían 0.3% y 1.9% respectivamente; esta cifras son las que se usan en el texto; esta partida 'otros y discrepancias' "refleja en nivel de gastos del gobierno central superior a los pagos registrados que origina la acumulación de depósitos en el Banco de la Nación" (BCRP 1990, pag. 78-79). Es decir, si no deducimos 'otros y discrepancias' del déficit primario del sector público, lo estamos sobrestimando.

27. Durante el período 88.2-89.4, "todos los picos inflacionarios son inducidos por aumentos de precios controlados", según Canales y Fairlie (1991).

28. Desde la perspectiva del Consenso de Washington, este era un ajuste "insuficiente"; véase Kuzcinsky (1990). Webb (1990) trató de describir lo que realmente ocurría. "El déficit ha estado entre 2 y 3% del PBI en 1989. El Perú tiene ahora mil millones de dólares de reservas. Las tasas de interés real son positivas. En verdad, hemos logrado todos los objetivos...(de un hipotético programa de ajuste ortodoxo)... Aun así, no quisiéramos decir que esto es un ajuste". Según Webb, para Washington esto no era un ajuste, porque no se pagaba la deuda.

A partir de allí, la historia de la hiperinflación[29] es, básicamente, la historia de los sucesivos esfuerzos de la política macroeconómica para impedir que este nuevo mecanismo de retroalimentación inflacionario se tornará hegemónico. Estos esfuerzos se orientaron, de un lado, a frenar una disparada del dólar libre, aplicando una dura restricción crediticia[30]; y, del otro, a resistir las presiones sindicales para recortar el período de indexación de los salarios o para lograr una indexación del 100% a la inflación pasada[31]. Sobre este puente colgante construido por la política macroeconómica, García cruzó el precipicio de la temida burbuja cambiaria y pudo deshacerse del poder en julio de 1990.

Sin embargo, la opinión publica se quedó con la compleja herencia de García que mezclaba, en diversas dosis, el trauma de la hiperinflación con el trauma de la fallida estatización de la banca. Como ha descrito López (1991), García tuvo el respaldo de todos los estratos de la sociedad limeña hasta julio de 1987; con la nacionalización de la banca, las clases medias y altas pasan a la oposición y, luego, con los "paquetazos" iniciados a fines de 1987, los sectores de bajos ingresos también le quitan su apoyo[32].

Esta oposición conjunta de los de arriba y de los de abajo, permitió la consolidación de una suerte de consenso sobre los orígenes de la inflación, que estaba muy influido por el discurso extremadamente privatista y ortodoxo que la estatización de la banca provocó. "Poco a poco fue extendiéndose en las diversas clases sociales limeñas la idea de que la causa de los males económicos era el sobredimensionamiento del Estado y el no pago de la deuda externa que había aislado al Perú del mundo financiero internacional" (López, 1991).

---

29. Existe una discusión, puramente semántica en mi opinión, sobre si ésta fue o no una hiperinflación. El hecho básico, sobre el que hay acuerdo, es el limitado desarrollo del proceso de dolarización de precios; véase Dancourt y Yong (1989), Canales y Fairlie (1991) y Roca y Simabuko (1993).

30. Sobre el "credit crunch" de setiembre de 1988 a junio de 1989, véase la detallada descripción de Lago (1990) y las calificaciones de Iguíñiz (1990).

31. Sobre la política salarial del período 1986-90 y los determinantes de los salarios, véase Romero (1992).

32. Durante la década de los ochenta, la inflación se convirtió en el principal criterio para juzgar la eficacia de los jefes de Estado; véase López (1991).

Ciertamente, este consenso no revistió de popularidad a los paquetazos. Vargas Llosa anunció un "shock" y perdió las elecciones de 1990. Pero su discurso, un negativo casi exacto del programa de Velasco de 20 años atrás, ganó la opinión pública. De esta manera, los sectores empresariales e intelectuales que apoyaron las políticas de García[33], retornaron al redil. En suma, el síndrome de la hiperinflación.

2. LA ESTABILIZACION ORTODOXA: 1990-92

Reflejando el sentido común creado en la opinión pública a fines del gobierno de García, los dos grandes objetivos inmediatos del programa económico del gobierno del Ing. Fujimori[34] eran liquidar la hiperinflación y reanudar el servicio de la deuda pública externa (primero, a los organismos internacionales[35], y luego a los gobiernos acreedores).

Existía, sin embargo, una dificultad ya que esos mismos objetivos habían sido abiertamente contradictorios entre si durante las experiencias peruanas de estabilización ortodoxas de finales de los '70 y principios de los '80. La cuestión era, entonces, como hacerlos compatibles en el corto plazo.

Como veremos después, la respuesta se encontraría en la práctica, antes que en la teoría. Estos objetivos podrían ser compatibles bajo un régimen de tipo de cambio flotante, pero muy difícilmente lo serían bajo un régimen de tipo de cambio fijo, ya que este último no permitiría un retraso cambiario tan pronunciado.

2.1. El programa antinflacionario, se inició, en agosto de 1990, con un "paquetazo" sin precedentes que no sólo violó las promesas electorales del Ing. Fujimori, sino que también quintuplicó el nivel general de precios en un solo mes.

---

33. Según López (1991), en 1987 "todas las clases sociales valoran las virtudes carismáticas de Alan García, pero las clases medias y altas ponen énfasis en la acertada política económica y en las medidas nacionalistas frente al FMI".

34. La tercera pieza central del programa económico neoliberal, la reforma estructural, recibirá muy poca atención en este texto. Sobre las relaciones entre estas reformas y la política de estabilización, véase Seminario (1994).

35. Sobre la notoria influencia de los organismos multilaterales en el diseño del programa de estabilización, véase Iguíñiz (1991).

El fujishock tenía un motivo monetario. La elevación de los precios públicos reales, en especial de los combustibles, permitió eliminar el déficit presupuestal y puso fin a la creación de dinero para financiar al sector público. Esta drástica mejora de las finanzas estatales[36] se apoyó también en la reducción de los gastos sociales, en el recorte de las remuneraciones reales de los funcionarios públicos, y en la introducción del "método de caja" por el cual la realización de los gastos públicos se supeditó a la recaudación previa.

Por este mismo motivo monetario se adoptó un régimen de tipo de cambio libre o flotante. El Banco Central ya no crearía dinero automáticamente al tener que comprarle sus dólares a los exportadores o, en general, al tener que comprar dólares para sostener su precio a cierto nivel, con lo cual se controlaba también otro gran canal de creación de dinero.

Estas modificaciones del régimen cambiario y fiscal, así como la eliminación de los préstamos del Banco Central a la banca de fomento, en especial al Banco Agrario, hicieron posible que la autoridad monetaria adquiriése el control efectivo de la cantidad de dinero en circulación, por primera vez en la historia económica reciente del país.

De acuerdo a la ortodoxia, ésta era la condición indispensable para terminar con la hiperinflación desatada a fines del gobierno de García. La premisa primordial del programa de estabilización era que la inflación estaba determinada directamente por el crecimiento de la cantidad de dinero. La conclusión de política era que había que cerrar la maquinita.

Es decir, el ancla nominal de los precios era la cantidad de dinero que, luego de realizadas estas modificaciones institucionales, podía ser fijada por el Banco Central. Si las cuentas del sector público estaban equilibradas o en superávit, es decir, si el sector público no era un factor de expansión de la cantidad de dinero, entonces el Banco Central podía operar en base a metas monetarias. Esto es, la autoridad monetaria podría determinar a voluntad el aumento de la cantidad de dinero,

36. El resultado primario del sector público no financiero, muestra repetidos superávits a partir del último trimestre de 1990. Véase la última columna del Cuadro 2, donde (-) significa déficit y (+) significa superávit.

comprándole más o menos dólares al sector privado[37], cuya riqueza financiera se había dolarizado previamente.

Esta era la teoría. Sin embargo, en la práctica impura, el programa de estabilización tuvo también un segundo componente, la congelación post-shock del tipo de cambio y de los precios públicos, que respondía a razones menos ortodoxas y que, en todo caso, era incoherente con la estrategia antinflacionaria basada en metas monetarias. Se trataba de utilizar el tipo de cambio y los precios públicos como ancla nominal de los precios privados, al estilo de la experiencia boliviana de 1985 o del plan Cavallo que se aplicaría meses después en la Argentina[38]. El supuesto básico era que una porción decisiva de los precios privados se habían dolarizado durante la hiperinflación ocurrida en el gobierno de García. En consecuencia, la congelación post-fujishock del tipo de cambio y de los precios públicos terminaría con la espiral inflacionaria[39].

Luego del fujishock, la inflación descendió más o menos rápidamente hasta un 6% mensual en noviembre, en un marco donde el congelamiento del tipo de cambio y los precios públicos oficiaron de hecho como anclas del sistema de precios, aunque la imperfecta dolarización del sistema de precios debilitó la eficacia antinflacionaria de este congelamiento del tipo de cambio.

Parecía, pues, que la inflación estaba gobernada, en parte, por la inercia (o inflación pasada) y, en parte, por la tasa de devaluación y por la tasa de incremento de los precios públicos. Como el programa económico sólo llegó a suprimir estos dos últimos factores, la inflación subsistió después del congelamiento del tipo de cambio y los precios públicos, aunque a una tasa notoriamente decreciente.

---

37. Estas compras de dólares por parte del Banco Central se convierten, a partir del último trimestre de 1990, en la principal fuente de creación de dinero.

38. Los orígenes de este segundo componente del programa de estabilización son oscuros; quizás habría que buscarlos en la propuesta de Paredes y Sachs (1990).

39. Según A. Leijonhufvud, (1987) "hemos heredado dos ideas básicas de como una sociedad puede (...) asegurar la predictibilidad y la estabilidad del nivel nominal de precios. A una le llamó control de cantidad, y a la otra, control de convertibilidad". La primera consiste en el control de la cantidad de dinero (meta o ancla monetaria) y la segunda en el control o fijación del tipo de cambio (meta o ancla cambiaria).

En esta etapa del programa antinflacionario, si el ancla monetaria brilló sólo fue por su ausencia. La cantidad de dinero se sextuplicó entre agosto y octubre de 1990, debido a la compra de dólares que el Banco Central se vió obligado a realizar para sostener el tipo de cambio. Esta presión vendedora en el mercado dólares fue generada por el fujishock al evaporar, de un solo plumazo, casi dos tercios de la exigua cantidad real de dinero doméstico en circulación. Como la demanda para transacciones es fundamentalmente una demanda de dinero doméstico, la casi instantánea quintuplicación del nivel general de precios generó un fortísimo exceso de demanda en el mercado monetario; al sector privado le faltaban soles.

Aunque las autoridades monetarias esperaban que "las empresas trataran de hacer caja liquidando sus inventarios más que vendiendo sus divisas"[40], eso no ocurrió. El sector privado no intentó conseguir los soles que le faltaban con un remate de inventarios que hubiera producido una masiva rebaja de precios. Intentó conseguirlos vendiendo dólares. Así, la abrupta iliquidez en soles del sector privado se tradujo en una masiva liquidación de moneda extranjera –el principal activo de reserva en la economía peruana– con el objeto de cubrir compromisos en moneda doméstica (salarios, impuestos, costos de energía, deudas).

La combinación de esta presión vendedora en el mercado de dólares con el impacto inflacionario del fujishock determinaron que el tipo de cambio real de agosto de 1990 fuese la mitad del vigente el mes anterior. En estas circunstancias, al Banco Central no le quedó más remedio que sostener el precio del dólar y, por tanto, expandir la cantidad de dinero en circulación. Así se gestó el retraso cambiario que tipificaría a este programa de estabilización. Y son estas circunstancias las que explican que el Banco Central no operase con una meta monetaria durante los tres meses posteriores al fujishock sino, por el contrario, con una meta cambiaria consistente con el rol asignado al precio del dólar como ancla nominal del sistema de precios y salarios.

De hecho, en las condiciones institucionales de la economía peruana, si el instrumento de la política monetaria –las operaciones de compra y venta de dólares del BCR– se utilizaba para controlar el tipo

40. Velarde y Rodríguez (1990), pág. 19. Véase también Iguíñiz (1991).

de cambio, la cantidad de dinero quedaba determinada por las decisiones de portafolio del sector privado. Por tanto, si el sector privado seguía desatesorando dólares para satisfacer sus necesidades de moneda nacional, la base monetaria continuaría creciendo durante algún tiempo a las altas tasas registradas durante los primeros tres meses del programa.

Aunque la experiencia mostraba que esta rápida remonetización de la economía era perfectamente compatible con un apreciable descenso de la inflación[41], el Banco Central optó, a partir de diciembre, por utilizar las operaciones de compra de dólares para controlar el ritmo de expansión de la cantidad de dinero; dejando que el tipo de cambio lo determinara el mercado, como ocurrió durante el fujishock.

Esta primera etapa del programa de estabilización se cierra con el rebrote inflacionario de diciembre de 1990, causado por un "gasolinazo" que buscaba generar ingresos fiscales para financiar la reanudación de los pagos de deuda externa al Banco Mundial y al Banco Interamericano de Desarrollo[42].

Este episodio ilustra un punto esencial. El segundo motivo de la subida de precios públicos reales, en magnitudes que distinguen este programa antinflacionario de todas las experiencias previas, era el pago de la deuda externa. Para controlar la cantidad de dinero, sólo era necesario que el presupuesto estuviese equilibrado. Empero, para servir la deuda externa sin aumentar la cantidad de dinero en circulación, el superávit primario debía ser igual a los pagos netos por deuda externa, de tal modo que el gobierno pudiese ahorrar soles suficientes y comprar así los dólares con que pagaría la deuda[43]. Es decir, servir la deuda externa requería precios públicos más altos que los necesarios para cerrar la brecha fiscal primaria, permaneciendo todo lo demás constante.

---

41. Como ha ocurrido al término de otras hiperinflaciones; véase Sargent (1986) y Dornbusch (1987).

42. Véase la Memoria del Banco Central, BCRP (1990), pág. 45.

43. Esto no asegura, sin embargo, que el público tenga todos los dólares que el gobierno necesita.

Quizás este episodio fue el punto de partida práctico-real para la única estabilización latinoamericana de los noventa que ha operado con metas monetarias. Si el fisco no podía utilizar los precios públicos como anclas del sistema de precios privados, porque tenía que elevar el superávit fiscal para afrontar las crecientes transferencias netas por deuda externa, entonces era mejor, desde el punto de vista del proceso de desinflación, que el Banco Central fijase la cantidad de dinero.

Es decir, un shock de precios públicos es más inflacionario cuando el Banco Central mantiene el tipo de cambio fijo que cuando mantiene constante la cantidad de dinero. La razón es que, dada la cantidad de dinero, la subida de precios públicos tiende a provocar una revaluación del tipo de cambio, que al transmitirse a los precios atenua el impacto inflacionario de los precios públicos. Con tipo de cambio fijo, no existe esta revaluación del tipo de cambio.

De esta manera, quedaron definidos los instrumentos básicos de la política monetaria (la compra-venta de dólares) y de la política fiscal (el nivel nominal de precios públicos). Estos instrumentos eran independientes entre sí y podían usarse en distintas combinaciones; por ejemplo, el Banco Central podía mantener constante la cantidad de dinero mientras el fisco subía los precios públicos[44].

Dados los salarios nominales, estos instrumentos podían usarse para obtener cualquier combinación de inflación y pago de deuda externa. Quizás sea útil un ejemplo. Supóngase que se quiere mantener constante el nivel de precios y simultáneamente elevar los pagos por deuda. Esto requiere un mayor superávit fiscal que se obtiene subiendo los precios públicos. Pero esto eleva el nivel general de precios, a pesar de la revaluación del tipo de cambio que se produce. Para evitar esta alza del nivel de precios se requiere, por tanto, una revaluación adicional que se consigue reduciendo la cantidad de dinero en circulación.

44. Obviando el crédito otorgado a la banca comercial, el incremento de la cantidad de dinero en circulación (base monetaria) es igual a las compras de dólares del Banco Central menos el superávit primario del sector público. Si el Banco Central define cuantos dólares compra, cualquier incremento deseado de la cantidad de dinero es compatible con cualquier nivel del superávit fiscal. Si este último aumenta debido a un alza de los precios públicos, el Banco Central compra más dólares para cumplir sus metas monetarias.

A su vez, la caída del tipo de cambio permite pagar más deuda con el mismo superávit en soles[45].

2.2. La segunda etapa de la desinflación ortodoxa, basada en un ancla monetaria, se inicia pues a fines de 1990. Haremos referencia especial al periodo que va de julio de 1991 a febrero de 1992, por ser el de mayor coherencia en la aplicación de esta política monetaria.

En esta segunda etapa, la política de estabilización abandonó la estrategia de liquidar la hiperinflación a la boliviana o a la argentina, en base a la fijación del tipo de cambio y los precios públicos; dando un viraje hacia una estrategia gradualista de ahogar lentamente la inflación a través de una progresiva restricción monetaria, mientras se mantenían los reajustes periódicos de precios públicos y se implementaba una férrea represión salarial.

En el plano fiscal, gracias a una mayor compresión de los gastos públicos y a la estabilidad del altísimo nivel de los precios públicos reales, los superávits primarios en las cuentas del sector público adquirieron un carácter sistemático (cf. Cuadro 2). De esta manera, el servicio efectivamente pagado de la deuda pública externa, sin considerar los pagos al FMI, se incrementó notablemente desde el 6% de las exportaciones de bienes y servicios en 1990 hasta el 21.6% en 1991[46], lo que representó más de la tercera parte de los ingresos tributarios obtenidos en este último año.

En el plano monetario, la estrategia gradualista implicaba que Banco Central pudiese ajustar sus compras de dólares, dados el superávit fiscal y el crédito a la banca comercial, para cumplir efectivamente su meta de reducir el crecimiento de la cantidad de dinero en circulación.

Desde julio de 1991 hasta marzo de 1992, el Banco Central redujo gradualmente la tasa de crecimiento de la emisión primaria del 7.8% al 1.3% mensual, observándose revaluaciones nominales del tipo de cambio en 6 de estos 9 meses. La cantidad de dinero operó como ancla

45. Rojas (1991) ha llamado la atención sobre dos "factores que explican la aparente facilidad con que el presente gobierno estaría pagando la deuda externa". Uno, las bajas tasas de interés externas; dos, el retraso cambiario.

46. Véase la Memoria anual del Banco Central (BCRP 1993), pág. 161.

del sistema de precios, a través de su impacto sobre el precio del dólar, reduciendo la inflación desde el 9% en julio hasta un 4% mensual durante el último trimestre de 1991 y los dos primeros meses de 1992. Salvo en el primer trimestre de 1992, este descenso de la inflación se logró sin ayuda de los precios públicos, que aumentaron en promedio a un ritmo similar al de la inflación durante este período.

La desinflación que tipifica esta segunda fase fue lenta y con ciclos debido a que tanto los precios públicos como el precio del dólar siguieron una suerte de trayectoria cíclica amortiguada, caracterizada por fases de congelamiento seguidas de reajustes bruscos.

Respecto a los precios relativos, en esta segunda fase del programa económico se consolida el notable cambio generado por el fujishock en la estructura de precios relativos (cf. Cuadro 2). En comparación con el nivel promedio que tenían durante el último año del gobierno anterior, a fines de 1991 los precios públicos casi se habían triplicado en términos reales, mientras que los salarios reales (promedio del sector público y privado) se habían contraído a la mitad. Por último, contra todas las intenciones del programa, el tipo de cambio real (el poder de compra doméstico de un dólar según el índice de precios al consumidor) se había desplomado hasta un nivel que era apenas la mitad del que tenía en el último año del gobierno de García.

Este significativo retraso cambiario es el pilar básico de la desinflación observada durante esta segunda fase del programa económico. De un modo inesperado, esta estabilización ortodoxa ha confirmado, una vez más, la eficacia antinflacionaria que tiene en el Perú un persistente atraso cambiario.

La singularidad de esta desinflación –inducida por la combinación de una política monetaria restrictiva, cuyo principal instrumento es la compra-venta de dólares, y una política fiscal contractiva, cuyo principal instrumento es el manejo de los precios públicos– reside en el mecanismo monetario que genera este retraso del dólar.

Como se puede ver en el Cuadro 1, la cantidad real de dinero actualmente representa apenas la mitad de la que existía durante el último año del gobierno anterior, en plena hiperinflación y desmonetización de la economía. La rápida remonetización ocurrida des-

pués del fujishock, se interrumpe en diciembre de 1990; de allí en adelante, la base monetaria real cae paulatinamente hasta alcanzar su valor mínimo en marzo de 1992.

Esta reducida cantidad real de dinero es consecuencia de la opción monetario-fiscal tomada por la política de estabilización. De un lado, a través de la compra de dólares, la política monetaria fija una cierta tasa de aumento de la cantidad nominal de dinero. Y del otro lado, la política fiscal impulsa la tasa de inflación por encima del crecimiento de la base monetaria, a través de los reajustes periódicos de precios públicos. Así, por ejemplo, la brusca caída de la base monetaria real ocurrida entre fines de 1990 y principios de 1991, fue causada por el alza de precios públicos de diciembre y por la simultánea aplicación de una política monetaria restrictiva.

Dado el nivel de actividad económica, el público requiere más dinero nacional para realizar sus transacciones simplemente porque los precios, aunque a una tasa decreciente, siguen subiendo. Si el Banco Central no suministra ese dinero adicional, es decir si se reduce la cantidad real de dinero, algo tiene que ajustarse. O, el público trata de conseguir más soles vendiendo sus dólares con lo cual el precio del dólar tiende a caerse porque, en conjunto, el público no puede conseguir más soles a no ser que el Banco Central los emita. O, el público cambia sus hábitos de uso del dinero acostumbrándose gradualmente a cancelar cada vez más transacciones directamente en dólares. En la práctica, la escasez crónica de moneda nacional ha provocado tanto el retraso cambiario[47] como un uso creciente del dólar como medio de cambio.

El otro pilar que sostiene esta desinflación es la sistemática represión salarial que ha aplicado el gobierno de Fujimori. De una u otra manera, la política salarial gubernamental ha forzado cambios importantes en los patrones de indexación salarial que regían a fines del gobierno anterior, para combatir el elemento inercial de la inflación. Y, aunque la inflación parece seguir teniendo todavía cierta inercia, la

47. La explicación alternativa es que la desinflación es fruto de la restricción monetaria, a través de la disminución de la demanda de bienes; por tanto, hubiera podido ocurrir sin ese hecho fortuito que es el retraso cambiario. El problema con esta hipótesis –si los dólares también son dinero– es que la cantidad de dinero ha aumentado en una magnitud sin precedentes durante la desinflación.

eficacia de esta política salarial se aprecia al notar que la desinflación de 1991, en contraste con otras experiencias similares como la de 1986 o la del período setiembre-noviembre de 1990, no ha inducido incrementos de los salarios reales.

Por eso, esta desinflación tampoco ha estado asociada a una reactivación[48]; como sí ocurrió en el período setiembre-noviembre de 1990, cuando los salarios reales crecieron debido a que la represión salarial no estaba organizada todavía. Si, además, tomamos en cuenta los efectos de la creciente penetración de importaciones en el mercado interno, el deterioro de la competividad del sector exportador, la política fiscal contractiva, así como la ola de despidos en el sector público (gobierno central y empresas estatales) y en el sector privado asociados a los procesos de "desestatización" y "desindustrialización" de la economía, no debería resultar extraño que el nivel de actividad se estanque o tiende a la baja durante este período.

Recapitulando, tendríamos entonces que la política monetaria restrictiva induce un retraso cambiario y una desinflación. Segundo, que la política fiscal contractiva (elevación de los precios públicos reales), dada la política monetaria, induce una aceleración de la inflación y un retraso cambiario. Tercero, que los controles de salarios nominales inducen una desinflación al reducir el componente inercial de la inflación. Por tanto, la hipótesis sería que la reducción de la tasa de devaluación inducida por las políticas monetaria y fiscal, más los controles impuestos sobre los salarios nominales, han contrarrestado el efecto de subida de los precios públicos, generando así esta desinflación[49].

Finalmente, conviene subrayar que esta desmonetización ocurrida luego del fin de la hiperinflación es, en verdad, una característica exclusiva de la experiencia peruana. Ni en Bolivia ni en Argentina (con Cavallo), ni en los casos clásicos de las hiperinflaciones europeas, ha ocurrido algo similar. Por el contrario, todos los fines de hiperinflación han estado asociados a un fuerte incremento (mayor en los casos clásicos que en las experiencias latinoamericanas recientes) de la cantidad real de dinero.

48. Una característica de los ochenta; véase Ferrari (1991).

49. Para una discusión formal de las condiciones en que esta opción monetario-fiscal induce una desinflación, véase Dancourt (1992).

Aparentemente, esto se explica porque el caso peruano es el único donde la estabilización post-hiperinflación se basó en una meta monetaria y no en una meta cambiaria. Es el único caso, que conocemos, donde el fin de la hiperinflación estuvo asociado a un sistema de tipo de cambio flotante o flexible[50].

Y la razón de fondo de esta elección de régimen cambiario es hacer compatibles la reanudación de los pagos por deuda externa con la liquidación de la hiperinflación, a través de la generación de un retraso cambiario inédito que, además, tiene la inmensa ventaja de que no parece provocado o causado por las autoridades monetarias o fiscales[51].

3. A MODO DE CONCLUSION

Después de cuatro años de aplicación de este programa de estabilización, la hiperinflación ha sido liquidada. De la plataforma del 30% mensual que registró entre julio de 1989 y junio de 1990, la inflación ha descendido paulatinamente a otra ubicada hoy día alrededor del 20% anual, donde parece estar estabilizada consistentemente.

De igual modo, durante 1993 y lo que va de 1994, el nivel de actividad económica se ha expandido vigorosamente[52], cerrándose así la prolongada depresión del período 1988-92, durante la cual el producto agregado permaneció estancado en un nivel 20% inferior al alcanzado en 1987.

¿Se puede decir entonces que hemos retornado a una trayectoria de crecimiento sostenido acompañado de baja inflación, similar a la que caracterizó a la economía peruana durante los cincuenta y los sesenta?

---

50. Ciertamente, la flotación cambiaria no basta para definir el régimen monetario vigente en el Perú. La dolarización del sistema bancario es un hecho clave. Para una excelente discusión sobre los compromisos que este régimen supone, véase Seminario (1994).

51. La hipótesis alternativa es que este retraso cambiario resulta, de un lado, de la liberalización financiera y cambiaria que ha permitido la libre movilidad internacional de capitales; y del otro, de la reducción de las tasas de interés norteamericanas que han inducido una enorme repatriación de capitales que es la que deprime el tipo de cambio; véase Rossini (1993).

52. Sobre las causas y características de esta reactivación véase Jiménez (1994) y los Informes de Coyuntura del Consorcio de Investigación Económica correspondientes al primer y segundo trimestre de 1994, Boletín de Opinión N° 14 y 15.

En esta última sección, y a modo de conclusión, quisiera argumentar que sería prematuro dar por realizado este tránsito de la estabilización al crecimiento. Lo que ocurra con la economía peruana en el futuro próximo depende críticamente de la evolución del sector externo.

El punto de partida de este argumento es que, por las razones descritas previamente, la política antinflacionaria aplicada ha impuesto una nueva estructura de precios relativos definida, de un lado, por el bajo nivel real de los precios de la mano de obra y de la moneda extranjera y, del otro, por los altísimos precios reales que han alcanzado los combustibles y los servicios públicos.

Este sustancial retraso cambiario ha llamado justamente la atención porque implica una incoherencia básica entre el programa de estabilización y la estrategia de crecimiento pro-exportadora que el programa económico propugna.

Estrictamente, sin embargo, este retraso cambiario sólo parece incompatible con el desarrollo de exportaciones industriales o, quizás, de exportaciones agroindustriales al estilo chileno. No necesariamente, sin embargo, tiene que ser este retraso cambiario incompatible con las tradicionales exportaciones de materias primas, tipo enclave, que han jalonado la historia económica del país. Todo depende de la calidad de los recursos naturales existentes y de la tecnología disponible.

En verdad, el problema podría plantearse exactamente al revés. Para validar en el mediano plazo este tipo de cambio real, la única vía es un gran desarrollo de estas exportaciones tradicionales (oro, digamos). La cuestión relevante entonces es, primero, si se han puesto en marcha suficientes proyectos de inversión en esta área de exportación tradicional y, segundo, si estos proyectos maduraran a tiempo, oportunamente.

Oportunamente puede significar demasiadas cosas. En los últimos cuatro años, la economía peruana ha generado una creciente brecha externa. Con las exportaciones estancadas en el mismo nivel desde que se inició este gobierno, y con las importaciones disparándose (debido al retraso cambiario, a la apertura comercial y a la reciente recuperación de la actividad económica) el déficit de la balanza comercial más los servicios no financieros (fletes y turismo) ha saltado rápidamente desde

el 35% de las exportaciones, que registró en 1992 y 1993, hasta el 47% de las exportaciones en el último trimestre del año pasado y en el primer trimestre de este año.

Agréguesele a esta brecha externa "real" que bordea la mitad de las exportaciones, los compromisos asumidos en materia de deuda externa para los próximos años, sin mencionar la deuda con la banca privada internacional, y la conclusión será que se requiere un fuerte crecimiento de las exportaciones en el mediano plazo para este escenario sea sostenible, es decir, para que no estalle una crisis de balanza de pagos.

¿Para cuándo exactamente se requiere este boom de exportaciones? Eso depende. Hasta el momento, este déficit comercial y de servicios no financieros, las transferencias netas por deuda pública externa y la acumulación de reservas por parte del Banco Central han sido financiados, primero, por los capitales golondrinos[53] y, luego, por las divisas generadas por la privatización de empresas públicas.

No se espera que la balanza de pagos arroje saldos negativos durante este año, ni tal vez el próximo, ya que el ingreso de dólares por la venta de empresas estatales será abundante. En términos de su impacto sobre las cuentas externas, los capitales golondrinos pueden ser sustituidos durante 1994-95 por los fondos provenientes de las privatizaciones[54].

Sin embargo, hay ciertos signos preocupantes. El entorno internacional que favoreció al programa de estabilización desde sus inicios está desmejorando claramente. Es probable que la subida de las tasas de interés norteamericanas, ocurrida en el primer semestre de 1994, favorezca el retorno a USA de alguna porción de los capitales de corto plazo que ingresaron al Perú en los últimos tres años. Y es seguro que esta subida de las tasas de interés encarecerá el servicio de la deuda externa. Y puede desencadenarse un cambio brusco en la coyuntura

53. Este término es un cajón de sastre que incluye, por lo menos, la bancarización de los dólares atesorados durante la hiperinflación, la repatriación de capitales y la inversión financiera de no-residentes.

54. Sólo los ingresos por la venta de la Compañía Peruana de Teléfonos son 50% mayores que la cuenta de capitales de corto plazo de 1993.

internacional o en las expectativas del capital migrante si, por ejemplo, continúa el alza de las tasas de interés en Estados Unidos.

Este es, pues, el problema de coordinación que alguien (¿el mercado?, ¿el Estado?) debe resolver para que pueda realizarse el tránsito de la estabilización al crecimiento: este financiamiento externo de corto plazo (incluyendo las reservas del Banco Central) debe durar, por lo menos, hasta que se produzca el boom de exportaciones.

APENDICE

Utilizando el modelo de Mendoza y Romero (1992) podemos formalizar el argumento del texto. La idea básica es que aumentar las transferencias netas por deuda externa y, simultáneamente, impedir el alza del nivel de precios, implica necesariamente reducir el tipo de cambio real. Los instrumentos de política son la cantidad de dinero (monetaria) y el precio público nominal (fiscal).

La ecuación (1) estipula que los precios dependen de sus costos (mano de obra, aW, insumos importados, bE, combustibles, cPu) y de un mark-up (1+Z). Es decir,

$$P = (1+Z)(a.W + b.E + c.Pu) \qquad (1)$$

La ecuación (2) establece el equilibrio en el mercado de dinero (Ms=Md) donde la demanda de dinero depende de precios (P), ingresos (Y) y tipo de cambio (E).

$$Ms = Md\ (\overset{+}{P}, \overset{+}{Y}, \overset{+}{E}) \qquad (2)$$

La ecuación (3) define el superávit fiscal primario (SUP) como la diferencia entre ingresos nominales (Pu.X) y gastos nominales (G); y establece que este SUP es igual al valor e soles de las transferencia netas por deuda externa (T).

$$SUP = E.T = Pu.X - G \qquad (3)$$

Diferenciado totalmente el sistema (1)-(3), y suponiendo que dY=dW=dG=dX=0, se obtiene por la regla de Cramer que

$$E.dT = F_1 (\overset{+}{dPu}, \overset{-}{dMs}) \quad (a)$$

$$dP = F_2 (\overset{+}{dPu}, \overset{+}{dMs}) \quad (b)$$

$$dE = F_3 (\overset{-}{dPu}, \overset{+}{dMs}) \quad (c)$$

Es decir, que es posible aumentar T sin elevar P, haciendo que Pu suba y Ms baje. Pero esto implica necesariamente que E cae.

Cuadro 1

	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93
A. Sector Público (% del PBI)										
Ingresos Totales 1	40	42	31	26	26	21	22	23	24	23
Gastos Totales 2	39	38	33	30	30	25	22	21	23	22
Superávit Primario 3	-1	3	-2	-4	-4	-4	0	2	1	1
B. Sector Externo (% de Exportación)										
Servicio Deuda 4	18	17	15	12	5	6	6	22	17	20
Balanza Comercial	32	39	-3	-20	-4	34	10	-5	-16	-17
RIN Sistema Bancario 5	35	46	34	3	-11	16	21	58	70	84
Precios Exportación 6	96	86	77	86	103	107	100	92	91	79
Exportaciones 7	15	14	10	10	10	15	14	13	14	12
C. Sector Monetario (% del PBI)										
Liquidez Moneda Nacional 8	9	8	12	13	6	5	3	3	4	4
Liquidez Moneda Extranjera 9	8	8	3	1	2	2	2	4	6	9
Inflación anual	111	158	63	114	1722	2775	2650	134	57	40
PBI	82	80	92	100	91	81	77	79	77	82

Notas:
1/ Ingresos corrientes y de capital del sector público no-financiero
2/ Gastos corrientes y de capital del sector público no financiero. Excluye intereses
3/ Superávit primario del sector público no financiero
4/ Servicio efectivamente pagado por deuda pública de mediano y largo plazo. Excluye pagos al FMI, a cargo del Banco Central de Reserva
5/ Reservas Internacionales Netas del Sistema Bancario
6/ Indice Precios Exportación Tradicional
7/ Exportaciones como % del PBI.
8/ Liquidez en Moneda Nacional del Sistema Financiero.
9/ Liquidez en Moneda Extranjera del Sistema Financiero.

Fuente: Memoria Banco Central de Reserva del Perú, 1993.

Cuadro 2
INDICADORES MONETARIOS Y FISCALES

	(1)	(2)	(3)	(4)
Año previo/a	100.0	100.0	n.d.	-7.5
1990 III	47.3	61.4	7.8	-0.2
IV	53.1	77.4	10.5	1.0
1991	50.5	56.1	9.0	2.0
I	42.1	58.5	9.1	2.0
II	50.6	56.8	8.3	3.2
III	52.1	54.7	9.0	3.2
IV	57.4	54.6	9.4	-0.6
1992	60.2	53.9	10.2	1.3
I	60.1	53.7	10.1	3.8
II	59.9	52.4	9.5	2.1
III	61.0	54.2	10.5	0.6
IV	59.8	55.3	10.8	-1.5
1993	57.4	53.4	10.1	3.4
I	57.5	54.6	10.9	1.1
II	54.9	53.8	9.4	1.3
III	57.4	52.6	9.1	0.1
IV	59.9	52.7	11.0	-0.3

(1) Indice de Liquidez real del Sistema Financiero en Moneda Nacional
(2) Indice de Emisión Primaria Real
(3) Ingresos Corrientes del Gobierno Central como % del PBI
(4) Resultado Económico Primario del Sector Público no Financiero como % del PBI (excluye los intereses de la deuda pública interna y externa)
/a Jul. 89-Jun. 90

Fuente: Nota Semanal BCR.

Cuadro 3
INFLACION, NIVEL DE ACTIVIDAD Y PRECIOS RELATIVOS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Año prev./a	30.4	100.0	100.0	100.0	n.d.	100.0	100.0
1990 III	158.5	83.7	96.0	44.3	69.0	232.0	88.6
1991	7.6	96.8	92.6	89.3	67.4	223.3	55.0
I	11.6	101.0	95.0	90.8	70.7	224.0	54.5
II	7.6	99.2	93.5	88.5	62.7	193.2	60.4
III	7.3	94.3	92.3	85.5	67.0	220.3	51.0
IV	3.9	92.7	89.5	92.2	69.3	255.8	54.2
1992	3.8	93.7	83.1	89.2	60.7	246.0	50.4
I	5.2	101.5	86.9	98.7	60.7	230.4	47.5
II	3.4	93.7	84.7	90.7	58.3	237.5	47.6
III	3.0	88.6	81.7	84.2	61.0	176.2	50.3
IV	3.6	91.7	79.2	83.1	62.7	239.6	56.3
1993	2.8	99.9	76.5	86.3	58.0	253.6	54.7
I	4.0	103.6	77.5	90.1	60.3	227.3	55.2
II	3.1	99.6	76.8	84.6	56.0	227.2	55.2
III	2.3	98.2	76.0	86.2	55.7	268.4	54.5
IV	1.9	98.3	75.8	84.1	60.0	291.4	53.8

(1) Inflación promedio mensual, medida por el índice de precios al consumidor.
(2) PBI, serie desetacionalizada.
(3) Empleo industrial en Lima: empresas de 100 y más trabajadores.
(4) Salario real en Lima; empresas de 10 y más trabajadores.
(5) Precio real de los combustibles (agosto 1990 = 100).
(6) Precios públicos reales
(7) Tipo de cambio real; no toma en cuenta la inflación externa.
/a Jul. 89 - Jun. 90 = 100

Fuente: INEI, Ministerio de Trabajo; BRCP.

BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU
1988-1993 Memorias anuales, varios números.

BANCO MUNDIAL
1989 Perú: Políticas de control de la hiperinflación y de iniciación de la recuperación económica.

CANALES, G. y FAIRLIE, A.
1991 Hiperinflación y cambio de régimen en el Perú: un análisis comparativo, Economía Vol. XIV, N° 27, Pontificia Universidad Católica del Perú.

CLINE, W.
1981 Economic Stabilization in Peru, 1975-78, en Economic Stabilization in Developing Countries, Cline W. y Weintraub S. editores, The Brookings Institution.

CUANTO SA.
1992 Perú en Números.

DANCOURT, Oscar
1986 Sobre las Políticas Macroeconómicas en el Perú 1970-85, Instituto de Estudios Peruanos.

1992 Desinflación ortodoxa y retraso cambiario en el Perú, CISEPA N° 102, Pontificia Universidad Católica del Perú.

DANCOURT, Oscar y YONG, Ivone
1989 Sobre la hiperinflación peruana, en Economía, vol. XII, N° 23, Junio, Pontificia Universidad Católica del Perú.

DIAZ, Alejandro
1985 Latin America Debt: I D'ont Think We Are in Kansas Anymore, Brookings Paper on Economic Activity, 2.

DORNBUSCH, R.
1988 Peru at the Brink, en Challenge, Noviembre-Diciembre.

1987 Lessons from the German Inflation Experience of the 1920's, en Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani, Dornbusch R. y Fischer S. editores, MIT Press.

DORNBUSCH, R. y EDWARDS, S.
1990a The Macroeconomics of Populism in Latin America, University of Chicago Press.

1990b El Populismo Macroeconómico, en Trimestre Económico vol LVII.

FERRARI, César
1991 La Inflación en el Perú, Fundación F. Ebert

FITZGERALD, E.V.K.
1981 La Economía Política del Perú 1956-1978, Instituto de Estudios Peruanos.

FRENKEL, R., FANELLI, J.M. y ROZENWURCEL, G.
1990 Growth and Structural Reform in Latin American, CEDES, Buenos Aires.

IGUIÑIZ, Javier
1990 Comment, en Dornbusch R. y Edwards S. (1990a).

1991 Ajuste e Inflación en el Plan Fujimori, en Elecciones y Política Económica, G. Rozenwurcel editor, CEDES.

JIMENEZ, Félix
1991 La reciente reactivación y los efectos del ajuste liberal: Continuidad o ruptura, Socialismo y Participación N° 66, CEDEP.

KEYNES, John Maynard
1992 Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria, F.C.E., México.

KUZCINSKY, Pedro Pablo
1990 Peru, en Williamson (1990).

LAGO, R.
1990 The Ilussion of Pursuing Redistribution through Macropolicy: Peru's Heterodox Experience 1985-1990, en Dornbusch R. y Edwards S. (1990a).

LEIJONHUFVUD, A.
1987 Qué le ha sucedido a la Economía Keynesiana, Estudios Económicos, Vol. 2, N° 1 El Colegio de México.

LOPEZ, F.
1985 Inflation and External Debt Problems in Latin America, Texto para Discussao N° 129, Pontificia Universidade Catolica do Rio de Janeiro.

LOPEZ, Sinesio
1991 El Dios Mortal, Instituto Democracia y Socialismo.

MENDOZA, W. y ROMERO, L.
1992 El Modelo IS-LM: Una Versión para el Perú, CISEPA N° 104, PUCP.

MORALES, J.A.
1987 Estabilización y Nueva Política Económica en Bolivia, en Ocampo (1987).

OCAMPO, J.A.
1987 Planes Antinflacionarios Recientes en América Latina, Trimestre Económico vol. LVI.

PAREDES, C. y SACHS, J.
1990 Estabilización y Crecimiento en el Perú, GRADE.

ROCA, S. y SIMABUKO, L.
1993 ¿Se puede hablar de hiperinflación en el Perú? Una Comparación con Otras Experiencias, Economía, vol. XVI, N° 31.

ROMERO, L.
1992 Política salarial y dinámica de las remuneraciones promedio: Lima Metropolitana 1980-90, Economía, vol. XV, N° 29-30.

ROJAS, J.
1991 Deuda Externa Peruana: ¿Problema solucionado?, Economía, vol. XIV, N° 28.

ROSSINI, R.
1993 Estabilización y Dolarización en el Perú, Foro Económico No. 6, Javier Portocarrero editor, Fundación F. Ebert.

SARGENT, T.
1986 The End of Four Big Inflations, en Rational Expectations and Inflation, Harper & Row.

SEMINARIO, B.
1994 Reformas Estructurales y Política de Estabilización, mimeo, Universidad del Pacífico.

SCHULDT, Jürgen
1987 Desinflación selectiva y reactivación generalizada en el Perú, 1985-1986, en Ocampo (1987).

SCHYDLOWSKY, Daniel
1990 La debacle peruana: ¿dinámica económica o causas políticas? en Inflación Rebelde en América Latina, Arellano J. P. editor, CIEPLAN, HACHETTE.

THORP, Rose Mary
1991 Economic Management and Economic Development in Perú and Colombia, University of Pittsburgh Press.

UGARTECHE, Oscar
1992 Costos y Problemas de la Reinserción Financiera del Perú, Documento de Trabajo N° 3, FONDAD-CEPES-DESCO.

1991-94 Perú: Negociaciones Financieras Internacionales, en Situación Latinoamericana, CEDEAL, varios números. Madrid, España.

VAN WALRE DE BORDES, J.
1924 The Austrian Crown: its depreciation and stabilization, P.S. King and Son, London.

VASQUEZ, K.
1987 Proceso de dolarización bajo un enfoque de sustitución de monedas, Estudios Económicos, enero, Banco Central de Reserva del Perú.

VELARDE J. y RODRIGUEZ M.
1990 Perú 1990: Estabilización y políticas monetaria y Cambiaria, Fundación F. Ebert. Foro Económico.

WEBB, Richard
1987 La Gestación del Plan Antinflacionario del Perú, en Ocampo.

1990 Comments, en Williamson.

WILLIAMSON, J.
1990 What Washington Means by Policy Reform, en Latin american Adjustment, J. Williamson editor, Institute for International Economics, Washington.