

# EVOLUCION Y PROYECCIONES DE LA ECONOMIA PERUANA 1995-1996<sup>1/</sup>

**Santiago Roca**  
Profesor Principal de ESAN

**Luis Simabuko**  
Investigador de ESAN

**E**l presente artículo analiza la evolución de la economía peruana durante 1994 y sus perspectivas para los próximos dos años. En primer lugar se revisan los valores alcanzados por los principales indicadores económicos en 1994 y, en segundo lugar, se presentan los valores proyectados para las principales variables macroeconómicas para 1995 y 1996. Se concluye señalando las principales fortalezas y debilidades de la economía peruana para el mediano y largo plazo.

## 1. Evolución general de la economía peruana durante 1994

Durante 1994 la economía peruana logró, por segundo año consecutivo, crecer

significativamente y reducir su nivel de inflación, con lo que el ingreso per cápita se recuperó de manera ostensible –aunque todavía se mantiene en los niveles alcanzados en la década del sesenta–. Con estos resultados, los principales indicadores económicos mejoraron sus promedios de los últimos cuatro años, como se muestra en el *Cuadro 1*.

### *Precios*

Si se observa la evolución de los principales precios de la economía (ver *Cuadro 2*), se podrá apreciar que el descenso de la inflación ha estado muy ligado a los menores ajustes en el rubro de Alimentos y Bebidas, al congelamiento de los precios de los combustibles y de las tarifas de transporte urbano, y a la relativa estabilidad del tipo de cambio a través del año. Debe destacarse que todos estos precios han crecido por debajo de la inflación, a excepción de la tarifa de energía eléctrica de uso residencial, que creció en 82 por

<sup>1/</sup> Ponencia presentada en la reunión anual del Pacific Economic Outlook, Osaka, Japón, 14-17 de marzo de 1995, organizada por el Pacific Economic Cooperation Council, institución que agrupa a los países de la Cuenca del Pacífico.

**Cuadro 1  
INFLACION Y PRODUCTO**

Años	Inflación (%)	PBI (Var. %)	I/	PBI Per Cápita (Var. %)
1990	7.649,6	-4,3	155,7	-6,2
1991	139,2	2,5	156,8	0,7
1992	56,7	-2,9	150,0	-4,3
1993	39,5	6,5	156,5	4,3
1994(p)	15,4	12,9	173,2	10,7
1994-91	56,7	4,6	159,1	2,7

I/ Miles de soles de 1979.

(p) preliminar

Fuentes: BCRP e INEI.

**Cuadro 2  
EVOLUCION DE PRECIOS DIVERSOS  
(en %)**

Precios Diversos	1993	1994				Total
		1er. Trimestre	2do. Trimestre	3er. Trimestre	4to. Trimestre	
<b>Inflación</b>	39,5	6,1	3,4	3,0	2,1	15,4
Alimentos y Bebidas	35,8	4,9	2,9	2,4	1,4	12,1
Combustibles	46,3	0,0	0,0	5,1	0,0	5,1
Electricidad <sup>1/</sup>	42,2	39,0	3,2	17,7	7,5	81,5
Transporte urbano	57,2	4,1	0,0	0,0	0,0	4,1
Tipo de cambio <sup>2/</sup>	2,16	2,17	2,19	2,26	2,13	2,13
(Var. %)	32,5	0,5	0,9	3,2	-5,8	-1,4

1/ Tarifa residencial.

2/ Promedio del último mes del periodo.

Fuente: INEI.

ciento. La ligera revaluación del sol en 1994 ha ocasionado el deterioro del tipo de cambio real multilateral (principales países con los que comerciamos), que presenta una tendencia decreciente desde mediados de 1993 (ver Gráfico 1).

### Producto

En cuanto al PBI, el crecimiento de 12.9 por ciento con relación al año anterior muestra una notable expansión que alcanza a todos los sectores de la actividad productiva. Por segundo año consecutivo destacan los casos de la actividad pesquera y del sector construcción. El crecimiento de la primera se explica principalmente por el gran aumento de la elaboración de harina y aceite de pescado —la extracción de anchoveta creció en 85 por ciento—, mientras el crecimiento del sector construcción se debe a la ejecución de los proyectos de infraestructura básica y rehabilitación de carreteras del sector público y a diversos proyectos del sector privado.

Respecto de la actividad manufacturera, su crecimiento de 17 por ciento ha ocasionado una mayor utilización de la capacidad instalada, que alcanzó el 61 por ciento en promedio —el año pasado llegó al 56 por ciento—. Conviene indicar que esta cifra promedio oculta una gran variabilidad, pues, mientras la industria metálica básica (CIU 37), por ejemplo, está prácticamente al tope de su capacidad de planta, la industria del papel e impresiones continúa presentando un alto nivel de capacidad instalada ociosa (ver Cuadro 4).

Si se desagrega el crecimiento del producto por tipo de gasto, se aprecia una notable aceleración de la inversión (tanto pública como privada) y un importante crecimiento del consumo privado y del

gasto del gobierno; pero, además, la retracción de las exportaciones netas (ver Cuadro 5).

### Sistema financiero

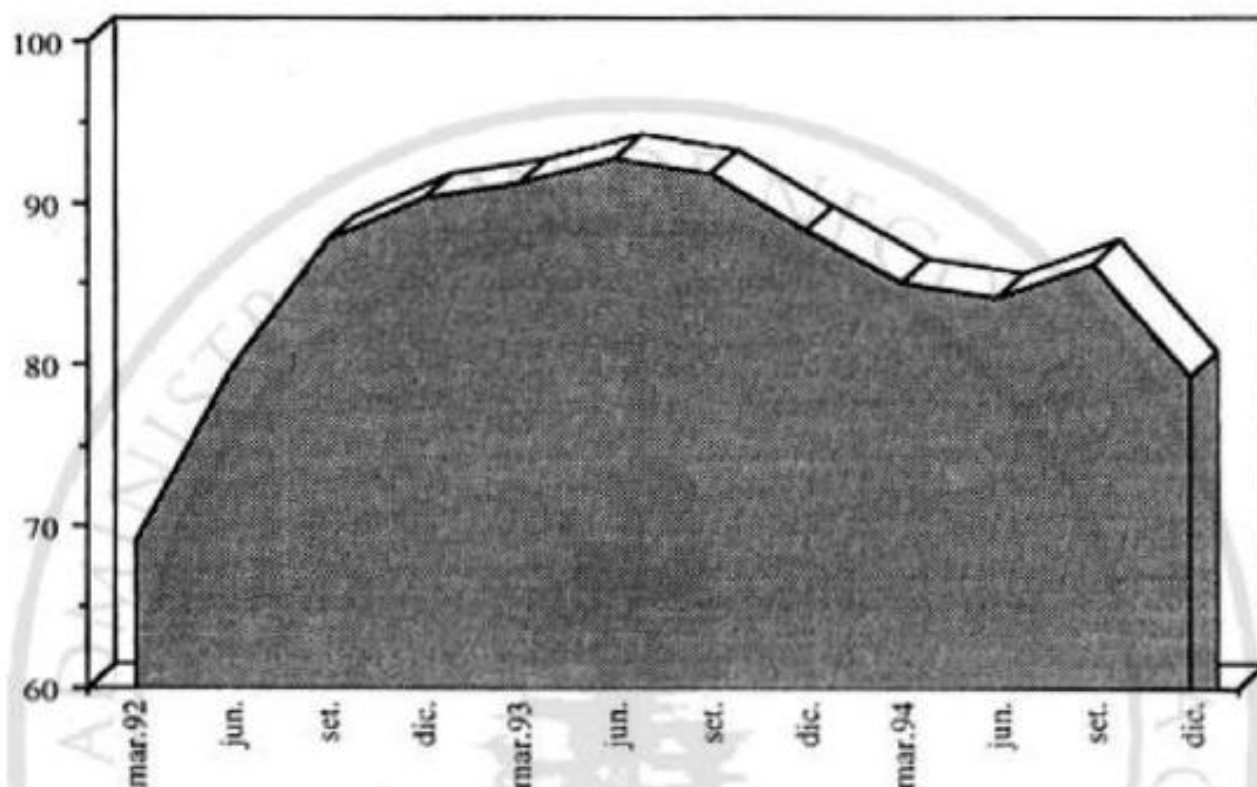
Si bien las tasas de interés activas y pasivas en moneda nacional y extranjera continuaron descendiendo durante 1994, se observó una ampliación de los márgenes bancarios, especialmente en lo que se refiere el *spread* en moneda extranjera, que superó el nivel de los dos años anteriores (ver Cuadro 6).

Los préstamos en moneda extranjera continuaron siendo la opción más económica para endeudarse, tanto por la menor tasa de interés como porque el comportamiento del tipo de cambio implicó un costo financiero por debajo de la inflación. A diferencia de lo observado en los años previos, el ahorro en moneda nacional se constituyó en el instrumento de depósito más rentable, al generar un rendimiento por encima de la inflación y de los valores denominados en moneda extranjera.

A partir de marzo de 1994, la Reserva Federal de Estados Unidos elevó periódicamente la tasa de interés interbancaria, con lo cual la *prime rate* creció progresivamente hasta llegar a 8,5 por ciento al término del año. Esta situación repercutió básicamente en la cotización de la deuda de los países latinoamericanos y, temporalmente, en los mercados bursátiles de las economías emergentes<sup>2/</sup>.

2/ La fuerte devaluación del peso mexicano de fines de 1994 ha causado un impacto mucho mayor que el debido a la elevación de la tasa de interés en Estados Unidos. El "efecto tequila" ha ocasionado un descenso en la Bolsa de Valores de Lima de, aproximadamente, 30 por ciento durante los dos primeros meses de 1995.

**Gráfico 1**  
**TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL.**  
 (Base agosto 1990 = 100)



Fuente: BCRP.  
 Elaboración propia.

**Cuadro 3**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
 (variación %)

Sectores	1993/92	1994/93
Global	6,5	12,9
Agropecuario	6,2	13,2
Pesca	23,8	31,5
Minería	7,8	4,2
Manufactura	6,7	16,9
Procesamiento primario	9,0	18,1
Resto	5,7	16,4
Construcción	13,6	34,3
Comercio	4,2	16,6

Fuente: BCRP.

**Cuadro 4**  
**UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA**  
 (en %)

CIIU	1993	1994
<b>03 Manufactura</b>	<b>55,6</b>	<b>61,3</b>
30 Harina de pescado	40,5	44,5
31 Alimentos y bebidas	53,1	54,3
32 Textiles y confecciones	35,5	52,8
33 Industria de madera	67,4	52,9
34 Fabricación papel, impresión	40,7	35,3
35 Sust. químicas, petróleo	59,6	64,0
36 Minerales no metálicos	53,8	43,1
37 Metálicas básicas	83,5	91,4
38 P. metálicos, máq., eq.	35,5	49,7
39 Otras industrias	55,7	60,2

Fuente: INEI (a noviembre 1994).

**Cuadro 5**  
**PBI POR TIPO DE GASTO**  
 (variación %)

Cuentas	1992	1993	1994
PBI	-2,5	6,5	12,9
Consumo privado	-0,6	3,2	9,7
Gasto público	7,4	-0,7	9,2
Inversión privada	3,7	9,2	38,7
Inversión pública	14,0	13,2	28,8
Exportaciones netas	-52,7	91,3	-61,7

Fuentes: BCRP y MEF.  
 Elaboración propia.



Internamente, la elevación de la *prime rate* ocasionó cierta retracción del flujo de moneda extranjera, por lo cual el sistema bancario elevó las tasas de interés pasivas en dólares, lo que a la larga permitió restablecer el ingreso de moneda extranjera en los siguientes meses (ver *gráficos 2 y 3*).

De esta manera, el sistema bancario ha optado más por incrementar la disponibilidad de recursos para su intermediación que por elevar el costo del dinero, comportamiento coherente si se tiene en cuenta que el margen bancario en moneda extranjera se ha elevado significativamente, el crédito en dólares ha sido la opción más barata y los préstamos en moneda extranjera se han incrementado en más del 50 por ciento durante 1994.

Las reservas netas del sistema bancario alcanzaron los 6.043 millones de dólares a fines de 1994, monto que significó una acumulación neta de 3.118 millones con relación al año anterior y cuya mayor parte se encuentra en poder del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, en adelante). La principal fuente de acumulación fueron los recursos provenientes de la privatización, colocados por el Tesoro en el BCRP. Les siguieron, en orden de importancia, la compra neta de moneda extranjera y los depósitos de encaje del sistema financiero (ver *Cuadro 7*).

Es importante anotar que el grueso de las compras netas de moneda extranjera se efectuaron durante el primer semestre de 1994, por lo que la intervención del BCRP en el mercado cambiario fue más activa durante ese periodo que durante el segundo semestre. Evidentemente, la menor compra de moneda extranjera explica parte del descenso del tipo de cambio observado en los últimos meses de 1994.

Como se verá más adelante (ver cuentas monetarias), la activa intervención del BCRP en el mercado cambiario durante el primer semestre se logró gracias a que pudo equilibrar esta mayor emisión de soles con ventas de dólares al Tesoro para la cancelación de la deuda externa, mayores depósitos en moneda nacional del Tesoro y activa emisión de Certificados BCRP. Durante el segundo semestre, la acelerada expansión del gasto público y el creciente saldo en los certificados de corto plazo impidieron que el instituto emisor adquiriera una mayor cantidad de dólares.

#### *Balanza comercial y balanza de pagos*

Durante 1994, la balanza de pagos presentó un superávit de 3.118 millones de dólares. La cuenta de capitales de largo plazo y la de capitales de corto plazo (errores u omisiones) cerraron con sendos superávits de 3.763 y 1.650 millones de dólares, pero se produjo un déficit de 2.295 millones de dólares en la cuenta corriente (ver *Cuadro 8*).

En comparación con el año anterior, la brecha comercial se amplió —porque las importaciones crecieron más rápido que las exportaciones—, pero fue financiada por el flujo de capitales de corto plazo y los ingresos provenientes de la venta de las empresas públicas. Al respecto, es interesante observar que, aun sin los ingresos de la privatización, ascendentes a más de 2.000 millones de dólares, la balanza de pagos habría sido superavitaria en 951 millones, debido al ingreso de capitales de corto plazo, que crecieron en 60 por ciento con relación a 1993.

Las exportaciones experimentaron en total un crecimiento de 30 por ciento; mientras las exportaciones tradicionales crecie-

**Cuadro 6**  
**TASAS DE INTERES**

Tasas de interés	1992	1993	1994
<b>Tasas de interés en M/N</b>			
Activa (a 360 días)	143,0	96,8	53,0
Pasiva (ahorro)	47,6	34,7	18,1
<b>Tasas de interés en M/E</b>			
Activa (a 360 días)	19,4	16,9	15,9
Pasiva (ahorro)	6,9	5,8	4,9
<b>Tasas de interés real en M/N <sup>1/</sup></b>			
Activa (a 360 días)	55,1	41,1	32,9
Pasiva (ahorro)	-5,8	-3,4	2,6
<b>Tasas de interés real equivalente en M/E <sup>2/</sup></b>			
Activa (a 360 días)	24,3	11,0	-0,2
Pasiva (ahorro)	11,2	0,5	-9,7
<b>Márgenes bancarios brutos (activa/pasiva)</b>			
M/Nacional	3,00	2,79	2,93
M/Extranjera	2,82	2,91	3,24

1/  $100 \left( \frac{1+imn/100}{1+\pi/100} - 1 \right)$

2/  $100 \left( \frac{1+ime/100}{(1+e/100)(1+\pi/100)} - 1 \right)$

*imn* = Tasa de interés m/n.

*ime* = Tasa de interés m/e.

$\pi$  = inflación.

*e* = devaluación.

Fuente: BCRP.

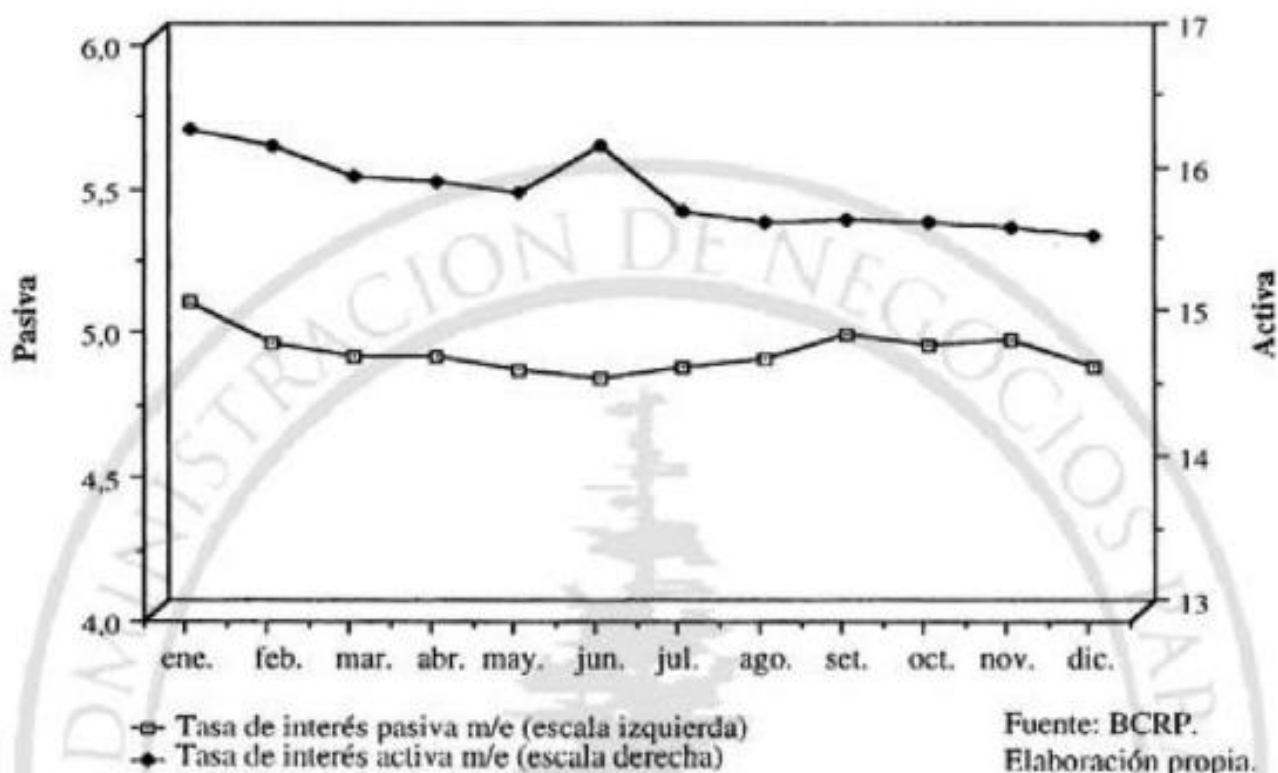
Elaboración propia.

**Cuadro 7**  
**RESERVAS INTERNACIONALES NETAS**  
(en millones de dólares)

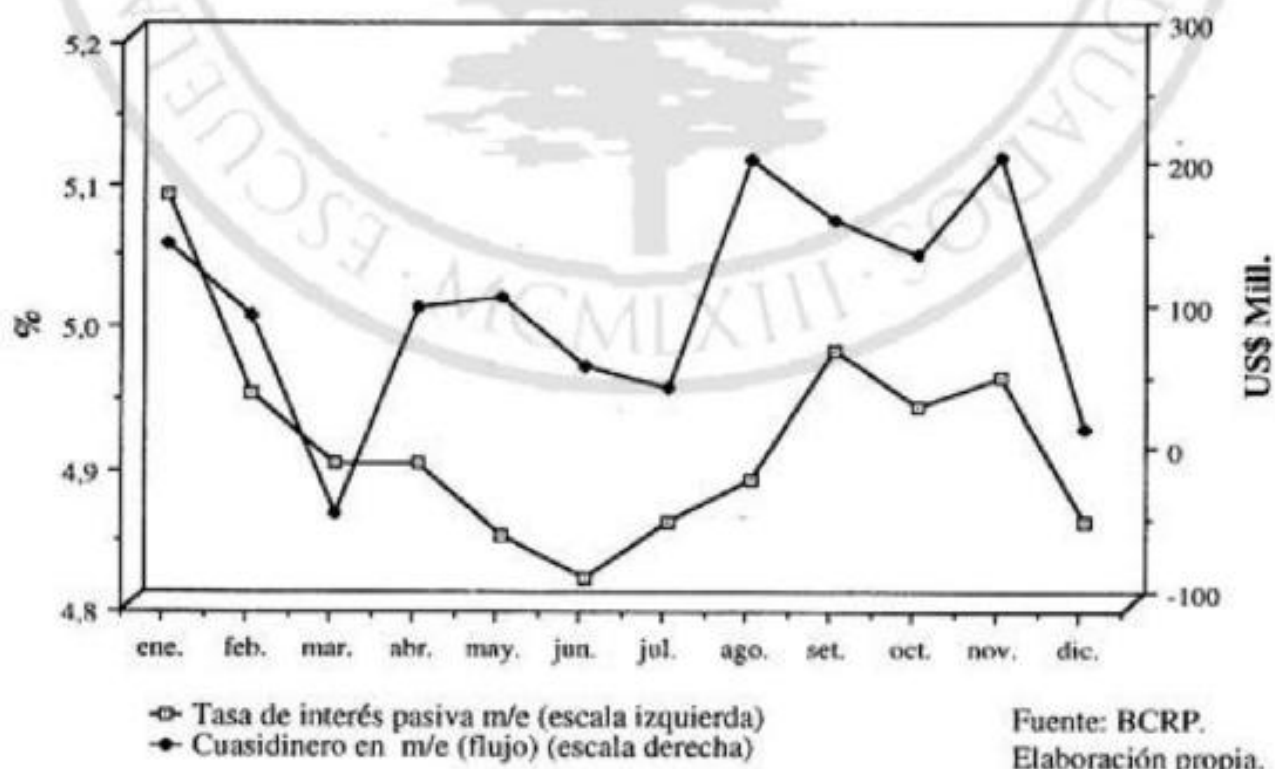
Reservas	1993	1994	
	Dic.	Jun.	Dic.
Sistema Bancario	2.925	4.851	6.043
BCRP	2.701	4.809	5.696
(Flujos)	700	2.108	2.995
Compra y venta de M/E	332	859	973
Deuda externa	-24	-317	-364
Depósitos encaje	404	239	633
Depósitos Tesoro	49	1.309	1.638
Resto	224	42	347
Depósitos del BCRP en el exterior (Flujo)	2.720 737	4.863 2.143	5.809 3.089

Fuente: BCRP.

**Gráfico 2**  
**TASAS DE INTERES ANUALES EN MONEDA EXTRANJERA**



**Gráfico 3**  
**TASA DE INTERES Y CUASIDINERO EN M/E**





ron en 35 por ciento, las no tradicionales lo hicieron en 19 por ciento. Se debe señalar que los mayores ingresos por las exportaciones tradicionales incorporan un significativo efecto precio, ya que el poder adquisitivo de estas exportaciones, en promedio, ha crecido en 12 por ciento. Por su parte, las importaciones totales se incrementaron en 39 por ciento: 52 por ciento las de bienes de consumo, 26 por ciento las de insumos, 50 por ciento las de bienes de capital y 29 por ciento las de productos diversos.

### *Cuentas del sector público*

En lo que se refiere a la deuda pública externa, que a fines de 1994 llegó a 19.537 millones de dólares, se observa una transferencia neta de -307 millones de dólares, debido a que en total se pagaron 915 millones de dólares y se recibió a cambio sólo 608 millones de dólares. En efecto, los vencimientos corrientes de la deuda ascendieron a 1.973 millones de dólares (544 en amortizaciones y 371 en intereses), de los cuales sólo se cancelaron 915 millones de dólares; el resto de la deuda, 1.058 millones de dólares, fue refinanciada (705 millones), condonada (136 millones) o quedó en la condición de deuda impaga (217 millones).

El sector público no financiero presentó, en los primeros 9 meses de 1994, un superávit equivalente al 4,4 por ciento del PBI. Sin embargo, si se descuentan los ingresos de la privatización, que ascendieron a 5 por ciento del producto, este saldo positivo se transformaría en un déficit de 0,7 por ciento. Si bien esta brecha, sin los ingresos de la privatización, es similar a la obtenida al año anterior, ha implicado un nivel de gasto significativamente mayor, especialmente en lo que se refiere al gasto de capital del gobierno central, que ha sido

financiado con los mayores montos recaudados por tributos, especialmente por el impuesto general a las ventas y el impuesto a la renta (ver *Cuadro 10*).

Si se observa las cuentas del gobierno central, se podrá apreciar que durante los dos primeros trimestres los ingresos totales superaban ampliamente a los gastos totales, debido a los ingresos provenientes de la privatización y al relativo estancamiento de los gastos del Tesoro. Sin embargo, a partir del tercer trimestre, el incremento del gasto de capital superó los ingresos corrientes y los ingresos de capital del periodo y debió apelarse a los recursos acumulados durante los trimestres pasados y depositados en el BCRP, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

Durante ese tercer trimestre, a medida que se incrementaba el gasto público, el Tesoro retiraba y gastaba sus recursos neutralizados o esterilizados en el BCRP, con lo cual la economía disponía de una mayor cantidad de dinero en soles y dólares. Evidentemente, esta inyección de recursos alteró el equilibrio monetario y cambiario, además de limitar el margen de maniobra del BCRP sobre el tipo de cambio.

### *Cuentas monetarias*

En 1994 se produjo una importante remonetización de la economía, en moneda nacional, gracias a la creciente emisión primaria, que creció en 48 por ciento. Esta relativa flexibilización de la política monetaria del BCRP con relación al año anterior, permitió que la liquidez de la economía en moneda nacional creciera en 74 por ciento (50 por ciento en términos reales), con lo cual el grado de dolarización de los pasivos bancarios descendió de 70 a 65 por ciento (ver *Cuadro 11*). Al término del

**Cuadro 8**  
**BALANZA DE PAGOS**  
(en millones de dólares)

Cuentas	1993	1994 <sup>1/</sup>	Diferencia	
			US\$ mill.	Var. %
Balanza en cuenta corriente	(1.775)	(2.295)	(520)	29,3
Balanza comercial	(578)	(1.109)	(531)	91,9
Exportaciones	3.464	4.502	1.038	30,0
Importaciones	(4.042)	(5.611)	(1.569)	38,8
Servicios financieros	(981)	(1.022)	(41)	4,2
Sector público	(830)	(808)	22	-2,7
Sector privado	(151)	(214)	(63)	41,7
Servicios no financieros	(657)	(610)	47	-7,2
Transferencias	441	446	5	1,1
Capitales de largo plazo	1.237	3.763	2.526	204,1
Sector público	647	657	10	1,5
Sector privado	590	3.106	2.516	426,0
Privatización	160	2.167	2.007	1254,4
Otros	430	939	509	118,1
Capitales de corto plazo (e.u.o)	1.037	1.650	613	59,0
Balanza de pagos (Excluye privatización)	500	3.118	2.618	523,6
	340	951	611	179,7

1/ Estimado.  
Fuentes: BCRP e INEI.  
Elaboración propia.

**Cuadro 9**  
**TRANSFERENCIA NETA DEL SECTOR PUBLICO**  
(en millones de dólares)

Rubros	1993 <sup>1/</sup>	1994 <sup>2/</sup>
Amortización	963	1.007
Pago efectivo	967	544
Intereses	891	966
Pago efectivo	786	371
Desembolsos	1.509	608
Transferencia neta	-244	-307

1/ Incluye regularización atrasos Banco Mundial.

2/ Preliminar.

Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

**Cuadro 10**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**(% del PBI)**

Cuentas	1993 Ene.-Set.	1994			
		1er. Trimestre	2do. Trimestre	3er. Trimestre	Ene.-Set.
Gobierno central	-0,7	2,6	9,4	-1,4	3,5
(Excluye privatización)	-1,2	1,8	-1,6	-4,8	-1,6
Ingresos	11,3	13,6	22,4	15,3	17,1
Corrientes	10,8	12,8	11,4	12,0	12,1
IGV	3,6	4,8	4,1	4,8	4,6
Renta	1,7	2,3	2,4	2,1	2,3
ISC	1,9	2,3	1,8	2,0	2,0
De capital <sup>1/</sup>	0,5	0,8	11,0	3,3	5,0
Gastos	12,0	11,1	13,0	16,8	13,6
Corrientes	9,3	8,1	10,1	10,3	9,5
De capital	2,7	3,0	2,9	6,5	4,1
Empresas públicas	0,3	0,7	0,4	0,6	0,6
Resto	0,3	0,6	0,3	0,1	0,3
Sector público no financiero	-0,1	3,9	10,1	-0,7	4,4
(Excluye privatización)	-0,6	3,1	-0,9	-4,1	-0,7

<sup>1/</sup> Incluye ingresos de la privatización.

Fuente: BCRP.

**Cuadro 11**  
**CUENTAS MONETARIAS**  
**(en millones de soles)**

Cuentas	1993	1994	
	Dic.	Jun.	Dic.
Emisión primaria	1.803	2.004	2.672
Var. % nominal	33,6	11,1	48,2
Var. % real	-4,2	1,3	28,4
% del PBI	2,2		2,4
Liquidez en M/N	3.657	4.959	6.353
Var. % nominal	48,4	35,6	73,7
Var. % real	6,4	23,6	50,5
% del PBI	4,5		5,8
Cuasidínero en M/E <sup>1/</sup>	4.025	4.545	5.370
Liquidez total	12.351	14.912	18.060
Var. % nominal	62,0	20,7	46,2
Var. % real	16,1	10,1	26,7
% del PBI	15,1		16,5
Dolarización (%)	70,4	66,7	64,8

<sup>1/</sup> Millones de dólares.

Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

año, los depósitos en moneda extranjera alcanzaron 5.370 millones de dólares, implicando un crecimiento de 1.345 millones con relación a diciembre de 1993. Esta acumulación de dólares se generó básicamente en el segundo semestre, por la elevación de la tasa de interés pasiva en moneda extranjera. Así, la liquidez total del sistema bancario creció en 27 por ciento en términos reales y fue equivalente al 17 por ciento del PBI.

Cuando se trató de las cuentas del sector público, se mencionó que el superávit fiscal de los dos primeros trimestres del año permitió al BCRP intervenir activamente en el mercado cambiario, en la medida que podía reducir la cantidad de dinero por la fuente interna de emisión primaria. Sin embargo, a partir del tercer trimestre y con el incremento del gasto del gobierno central, la situación cambió radicalmente y el BCRP no pudo comprar una mayor cantidad de dólares. Lo mismo sucedió con los certificados del BCRP, que crecieron considerablemente durante el primer semestre, pero se retrajeron ligeramente durante el segundo semestre.

Tal como se aprecia en el Cuadro 12, la emisión primaria por fuente externa se expande en la medida que la fuente interna logra contraerse. En cambio, cuando las posibilidades de contraer la cantidad de dinero por origen interno son menores, como sucedió durante el segundo semestre, la alternativa de una mayor intervención en el mercado cambiario se reduce.

En resumen, el desempeño de la economía en 1994 ha estado influenciado por dos factores, que han permitido reducir la inflación y expandir la actividad económica, aparte de la clara tendencia observada desde 1993: la elevación de la tasa de

interés interna en moneda extranjera como respuesta al incremento de la *prime rate* y los considerables ingresos provenientes de la privatización. Ambos han ocasionado un mayor flujo de capitales, de corto y largo plazo, respectivamente, que, no obstante, ha retrasado el tipo de cambio real.

El programa económico, por su parte, se acomodó pasivamente a estas variables, tanto en lo que corresponde a la política fiscal como a la política monetaria. En el primer caso, la mayor disponibilidad de recursos provenientes de la privatización permitió la expansión acelerada del gasto de capital. En cuanto a la política monetaria, el considerable ingreso de capitales de corto plazo no fue motivo suficiente para que el BCRP aplicara algún mecanismo de control o interviniera en el mercado cambiario; todo lo contrario, actuó pasivamente cuando el tipo de cambio descendió durante los últimos meses de 1994; intervino únicamente cuando éste llegó a estar por debajo de los 2 soles.

## 2. Proyecciones de la economía peruana para 1995 y 1996

En la presente sección se presentan los resultados de las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para 1995 y 1996. Este ejercicio de simulación se basa principalmente en los siguientes supuestos:

i) Recaudación tributaria ligeramente superior a la observada el año anterior; además, ingresos de capital, por venta de las empresas públicas, de 2.070 millones de dólares. Se asume que el nivel del gasto del gobierno central se elevará de manera significativa, tanto por los gastos corrien-



tes, incluido el servicio de la deuda externa, como por los gastos de capital, los que se cubrirán con los excedentes en moneda extranjera depositados en el BCRP<sup>3/</sup> y la emisión de bonos del Tesoro; por lo que no se prevé un financiamiento inflacionario del déficit fiscal<sup>4/</sup>.

ii) Respecto de las cuentas monetarias, se propone que la emisión primaria se incrementará principalmente por la fuente externa, mediante la compra neta de moneda extranjera por parte del BCRP, y se contraerá por la fuente interna, con la emisión de pagarés y certificados de corto plazo. Se supone, además, que la meta del BCRP será que la emisión primaria hasta fin del año sólo crezca en 20 por ciento, para lo cual, las fuentes interna y externa de la emisión se ajustarán finalmente a esta restricción. Los niveles de encaje promedio se mantendrán constantes a lo largo del periodo de proyección, es decir, la tasa de encaje en moneda nacional será de 8 por ciento, mientras los valores denominados en moneda extranjera permanecerán en 45 por ciento. Adicionalmente, se asume una mínima elevación de la tasa de interés en moneda extranjera cobrada por la banca comercial, lo que de alguna manera supone que las tasas internacionales no se elevarán significativamente durante 1995 y 1996.

iii) Con relación al sector externo, se supone que no se producirá una variación significativa en los precios de las exportaciones tradicionales; además, que el flujo

3/ Estas colocaciones del Tesoro en el BCRP, que ascienden a 1.700 millones de dólares, corresponden básicamente a los excedentes provenientes de la venta de empresas públicas.

4/ En términos generales, los supuestos planteados para el sector público se basan en los lineamientos centrales del Presupuesto General de la República para 1995, el que se extrapola para 1996.

de capitales se restablecerá aproximadamente a los niveles del año pasado (110 millones de dólares mensuales), luego de que se diluyan los factores de corto plazo que han deprimido este flujo (crisis mexicana, conflicto con Ecuador y escenario preelectoral)<sup>5/</sup>.

Los resultados de las proyecciones muestran que la inflación alcanzaría entre 7 y 8 por ciento anual para el periodo 1995-1996, mientras que el tipo de cambio, valor promedio en diciembre, crecería menos que los precios internos, lo cual denotaría un escenario de continuo deterioro del tipo de cambio real. Este descenso del tipo de cambio real se sustenta en el supuesto de que los flujos de capitales de corto plazo se restablecerán a los niveles del año pasado y los elevados niveles de gasto público obligarán al Tesoro a utilizar, internamente, sus excedentes de moneda extranjera depositados en el BCRP. Ambos factores incrementarían la oferta de dólares en el mercado cambiario y generarían una apreciación real de la moneda nacional.

En lo que se refiere al producto bruto interno, se estima un crecimiento promedio de 7 por ciento anual, como resultado, principalmente, del incremento del gasto de inversión y del consumo del sector privado. Por su parte, el sector público reduciría ligeramente el incremento de sus gastos, tanto corrientes como de capital, dado el proceso de privatización (ver *Cuadro 13*).

La tasa de interés en moneda nacional experimentaría un ligero descenso en los siguientes años, aproximándose al nivel

5/ Este supuesto eventualmente no se cumpliría si la crisis de liquidez se extiende a otros países de la región, como Argentina.



**Cuadro 12**  
**FUENTES DE EMISION PRIMARIA**  
(en millones de soles)

Fuentes	1993	1994		Total
		I Sem.	II Sem.	
Emisión primaria (flujo)	1.803	2.004	2.672	2.672
Origen externo	454	201	668	869
Compra y venta de M/E	403	1.162	128	1.289
Deuda externa	661	1.873	241	2.113
Origen Interno	-228	-690	-104	-794
Valores BCRP	51	-961	541	-420
Depósitos sector público y Banco de la Nación	-12	-424	87	-338
Saldos en M/N:				
Valores BCRP	19	-545	478	-67
Depósitos sector público y Banco de la Nación	12	436	349	349
Valores BCRP	14	558	80	80

Fuente: BCRP.

Elaboración propia.

**Cuadro 13**  
**PROYECCION DE PRECIOS Y PRODUCTO**

Precios y Producto	1994	1995	1996
Inflación (%)	15,4	8,6	7,0
Tipo de cambio promedio (soles x dólar)			
Anual	2,19	2,22	2,30
(Var. %)	10,3	1,4	3,6
Diciembre	2,13	2,25	2,35
(Var. %)	-1,4	5,6	4,3
PBI (Var. %)	12,9	7,7	6,8
Consumo privado	9,7	5,2	4,5
Gasto público	9,2	6,6	4,9
Inversión	36,9	17,1	12,9
Privada	38,7	17,7	14,3
Pública	28,8	14,0	6,0
Exportaciones (netas)	-61,7	-42,3	-17,8
Memo: PBI (nominal)			
Millones soles	109.579	135.271	161.661
Millones dólares	49.809	60.933	70.287

Proyección: ESAN, Riesgo y Futuro.

de equilibrio de largo plazo dado por la "paridad" de costos y rentabilidades entre monedas. Es decir, en el caso de préstamos, la diferencia entre transarlos en soles o en dólares debería reducirse paulatinamente (ver *Cuadro 14*).

Las cuentas del sector público no financiero indican un equilibrio entre ingresos y gastos; sin embargo, si se excluyen los ingresos provenientes de la privatización, el ligero superávit se convertiría en un déficit equivalente a 2 ó 3 por ciento del PBI. Esta situación indica que el equilibrio del sector público se está sustentando en los ingresos de la privatización, y que los niveles de gasto proyectados, no muy lejanos de los observados el año pasado, deberían reducirse si los recursos de la venta de las empresas públicas no alcanzaran los montos planeados.

La balanza de pagos se proyecta superavitaria para los dos años siguientes; sin embargo, si se excluyen los ingresos estimados provenientes de la privatización, el saldo sería crecientemente negativo (ver *Cuadro 16*). Esto indica que los ingresos de la privatización no sólo se requieren para equilibrar las cuentas fiscales, sino también para balancear el déficit externo. Tanto la balanza en cuenta corriente como la balanza comercial presentan brechas deficitarias crecientes debido al retraso del tipo de cambio, al significativo incremento del producto bruto interno y al limitado desarrollo de las exportaciones. Finalmente, el flujo de capitales de corto plazo se estima en un monto ligeramente inferior al del año anterior.

Las reservas del BCRP se calcula que crecerán en 670 y 950 millones de dólares en 1995 y 1996, respectivamente, siendo los depósitos de encaje del sistema finan-

ciero la principal fuente de acumulación. Se estima que, debido a la expansión del gasto público, los depósitos del sector público se reducirían a un ritmo promedio anual de 400 millones de dólares.

La emisión primaria crecería por encima de la inflación en los próximos años; sin embargo, este crecimiento no permitiría una remonetización significativa en moneda nacional, ya que la liquidez en soles apenas llegaría a representar el 6 por ciento del PBI. Finalmente, y teniendo en cuenta que los depósitos en moneda extranjera crecerían en 1.400 ó 1.500 millones de dólares, la liquidez total del sistema bancario ascendería a 17 y 18 por ciento del PBI en los dos próximos años, respectivamente (ver *Cuadro 17*).

### 3. Conclusiones y consecuencias de mediano y largo plazo

Durante los últimos tres años la economía peruana ha evolucionado favorablemente; la inflación se ha reducido y las cuentas fiscales y externas se han equilibrado. Esto, aunado al control del terrorismo, ha generado un ambiente de mayor estabilidad y el aumento de los flujos de capitales del exterior. Los mercados de capitales han seguido creciendo, aunque a un ritmo menor que durante los años 1992 y 1993, y el sistema bancario y financiero ha proseguido su lenta tendencia a aumentar el crédito neto al sector privado y a disminuir las tasas de interés en moneda nacional y extranjera.

Luego de una prolongada crisis de más de 10 años, los agentes económicos están nuevamente empezando a copar los espacios que ofrecen los nuevos mercados (nuevas importaciones, productos y servicios financieros, bolsa, etc.) y aquellos que

**Cuadro 14**  
**PROYECCION DE TASAS DE INTERES**

Tasas de Interés	1994	1995	1996
<b>Tasas de interés en M/N</b>			
Activa (a 360 días)	53,0	28,3	24,3
Pasiva (ahorro)	18,1	8,9	7,6
<b>Tasas de interés en M/E</b>			
Activa (a 360 días)	15,9	16,1	16,1
Pasiva (ahorro)	4,9	5,1	5,1
<b>Tasas de interés real en M/N</b>			
Activa	32,1	18,1	16,2
Pasiva	2,6	0,3	0,6
<b>Tasas de interés real equivalente en M/E</b>			
Activa	-0,2	12,9	13,2
Pasiva	-9,7	2,2	2,4
<b>Margen bancario (activa/pasiva)</b>			
M/Nacional	2,93	3,18	3,20
M/Extranjera	3,24	3,16	3,16

Proyección: ESAN, Riesgo y Futuro.

**Cuadro 15**  
**PROYECCION DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO**  
**(% del PBI)**

Cuentas	1994	1995	1996
<b>Resultado económico</b>	3,0	0,3	0,8
(sin privatización)	-1,6	-3,1	-2,1
<b>Gobierno Central</b>	2,1	-0,2	0,3
Ingresos	16,6	15,7	16,4
Corrientes	12,0	12,3	13,5
De capital <sup>1/</sup>	4,6	3,4	2,9
Gastos	14,5	15,9	16,1
Corrientes	10,3	11,2	11,3
De capital	4,2	4,7	4,8
<b>Resto</b>	0,9	0,5	0,5

<sup>1/</sup> Incluye ingresos por privatización.  
Proyección: ESAN, Riesgo y Futuro.

vuelven a resurgir, el turismo y la construcción, por ejemplo.

En 1994, la venta de las empresas públicas generó alrededor de 2.624 millones de dólares, de los cuales más de la mitad provinieron de la Compañía Peruana de Teléfonos y de Entelperú y unos 500 millones de dólares de las empresas de electricidad. La mayor parte de estas ventas se hicieron a inversionistas extranjeros, lo que pone de manifiesto el atractivo y la mayor estabilidad de la economía peruana, pero también el escaso nivel de ahorro interno del país.

De acuerdo con las proyecciones aquí presentadas, en el futuro la inflación y el crecimiento de la economía serían bastante manejables si se cumplen las premisas sobre el gasto público, los ingresos por privatización y el flujo de capitales durante el periodo en referencia. Así, las proyecciones indican una balanza de pagos positiva en casi mil millones de dólares, mientras las cuentas del sector público se mantendrían en equilibrio. Sin embargo, estos mismos elementos que permiten obtener estabilidad y crecimiento, atentan contra el tipo de cambio, que se ha convertido en uno de los problemas centrales para la viabilidad del programa económico en el mediano plazo. En efecto, las proyecciones indican que la mayor oferta de dólares en el mercado cambiario generaría la apreciación real de la moneda peruana.

La solución del atraso cambiario implicaría no sólo un cambio en la tendencia descendente de la inflación y creciente del producto, sino también en los balances de los sectores externo, fiscal, monetario y financiero, que si bien muestran un relativo equilibrio de corto plazo —que se mantendría durante los dos próximos años—,

ciertamente resultan inconsistentes en el mediano y largo plazo debido a:

i) Las crecientes brechas en la cuenta corriente y en la balanza comercial, que se financian con los capitales de corto plazo y los ingresos extraordinarios provenientes de la venta de las empresas públicas.

ii) El significativo aumento del gasto público, que se cubriría con emisión de bonos (que significa una mayor deuda interna a futuro) y con los ingresos provenientes de la venta de las empresas públicas, recursos que eventualmente se reducirían o desaparecerían en 1997 ó 1998.

iii) El alto grado de dolarización del sistema financiero, que convertiría cualquier crisis de balanza de pagos en una situación de quiebra financiera.

La crisis mexicana alerta sobre los peligros de los continuos y crecientes déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y del inapropiado "apalancamiento financiero", mediante bonos de corto plazo indexados (tesobonos). El caso peruano, si bien se asemeja al mexicano por el considerable déficit externo, se diferencia de éste por el activo proceso de privatización, que le otorga un importante respiro temporal, no sólo por los recursos fiscales factibles de utilizarse, sino también porque este proceso está acompañado por ciertos compromisos de inversión que, de alguna forma, garantizan un flujo de inversión directa extranjera para los próximos años.

Sin embargo, este tipo de crecimiento genera cierta preocupación, debido a la dependencia del ahorro externo y el escaso nivel de ahorro interno. En 1994, el ahorro interno del Perú equivalía, aproximada-



**Cuadro 16**  
**PROYECCION DE LAS CUENTAS EXTERNAS**  
(en millones de dólares)

Cuentas	1994	1995	1996
Rin sistema bancario	6.043	7.630	8.707
Balanza de pagos (sin privatización)	3.118	1.587	1.077
Balanza cuenta corriente	915	(483)	(993)
Balanza comercial	(2.295)	(3.862)	(4.783)
Exportaciones	(1.109)	(2.138)	(2.933)
Importaciones	4.502	5.047	5.905
Importaciones	(5.611)	(7.185)	(8.838)
Capitales largo plazo	3.763	4.054	4.400
Sector público	657	904	980
Sector privado	3.106	3.150	3.420
Privatización	2.167	2.070	2.070
Capitales corto plazo (e.u.o.)	1.650	1.395	1.460
Rin BCRP	5.696	6.367	7.319
(Flujo)	2.995	671	952
Compra M/E	973	340	445
Depósitos encaje	633	621	689
Depósitos Tesoro	1.638	(468)	(360)

Proyección: ESAN, Riesgo y Futuro.

**Cuadro 17**  
**PROYECCION DE LAS CUENTAS MONETARIAS**  
(en millones de soles)

Cuentas	1994	1995	1996
Emisión primaria	2.672	3.212	3.854
Var. % real	28,4	10,7	12,1
% del PBI	2,4	2,4	2,4
Liquidez en M/N	6.353	7.788	9.636
Var. % real	50,5	12,9	15,6
% del PBI	5,8	5,8	6,0
Cuasidinerio ME <sup>1/</sup>	5.370	6.750	8.280
Liquidez total	18.060	22.976	29.067
Var. % real	26,7	17,1	18,2
% del PBI	16,5	17,0	18,0
Dolarización (%)	64,8	66,1	66,8

1/ Millones de dólares.

Proyección: ESAN, Riesgo y Futuro.



mente, al 15 ó 16 por ciento del PBI, mientras que el de los países asiáticos llega a más del 30 por ciento del PBI, lo que hace muy frágil el crecimiento frente a la eventualidad de una crisis cambiaria y la posible fuga de capitales, como ocurrió en México y, en menor medida, en Argentina y Brasil.

El problema de mayor trascendencia en el Perú es cómo generar empleo y disminuir la pobreza existente. Los indicadores de crecimiento del producto están entre los más altos del mundo, sin embargo, el empleo no se ha incrementado, lo que hace suponer que este crecimiento se ha dado por aumento de la productividad. La mayor estabilidad económica, política y social, a nivel macro, así como los cambios tecnológicos y la política de racionalización del personal, a nivel micro, habrían provocado que quienes continuaran trabajando hayan aumentado su productividad. El problema en el futuro estriba, entonces, en cómo propiciar inversión económica generadora de empleo y no sólo inversión financiera. La venta de las empresas pú-

blicas transfiere inicialmente patrimonio, pero sólo generará inversión económica nueva cuando se amplíen las plantas y se renueven los equipos o se hagan las mejoras pertinentes. Por lo tanto, quizá pase algún tiempo antes de que la privatización de empresas públicas pueda inducir un significativo incremento del empleo. Sin embargo, se necesita medidas que generen empleo en un plazo menor.

Por último, la deuda externa sigue siendo una especie de espada de Damocles para la economía peruana. El nuestro es uno de los pocos países en el mundo al que hasta ahora no se le ha condonado parte significativa de su deuda contraída durante los años setenta y ochenta. Incorporar esta deuda en el Presupuesto de la República implicaría una carga que las finanzas públicas no podrían resistir. La reducción significativa de la deuda externa es necesaria para que el país pueda afrontar los retos de aumentar la producción y el empleo con mayor celeridad y eficiencia.