

PRESENTACIONARTICULOS

HERACLIO BONILLA Y ALEJANDRO RABANAL. La Hacienda San Nicolás (Supe) y la Primera Guerra Mundial.

RUFINO CEBRECO. Construcción de Vivienda y Empleo. 4

HIEP CAO Y JOHN KUIPER. El Uso de Modelos Econométricos y la Planificación del Desarrollo en el Perú. 8

IVAN RIVERA FLORES. La Crisis Económica Peruana: Génesis, Evolución y Perspectivas. 11

MAXIMO VEGA-CENTENO Y NERIDE SOTOMARINO. Niveles y Estructuras de Precios en el Grupo Andino: Realidad e Implicaciones. 14

COYUNTURA

JOHN KUIPER, MARIE-EVE MULQUIN, IVAN RIVERA. La Economía Peruana en 1978. 18

RESEÑAS

HERACLIO BONILLA. Sobre la Agricultura Peruana en el Siglo XIX. 22

ADOLFO FIGUEROA. Consumer Behavior in Latin America. Income and Spending of Families in Ten Andean Cities de Philip Musgrove. 23

JORGE VEGA. Pacto Andino, Carácter y Perspectivas. Editado por Ernesto Tironi. 23

La Crisis Económica Peruana: Génesis, Evolución y Perspectivas.

IVAN RIVERA FLORES.

I. INTRODUCCION

El presente ensayo tiene por objeto averiguar cuáles son los factores determinantes de la crisis económica actual. Específicamente, a través del análisis del período 1971-1977, se buscan identificar estos factores, medir sus órdenes de magnitud, averiguar el rol que han cumplido en el desenvolvimiento de la crisis y el peso que tendrán en el desenvolvimiento de la economía en el futuro próximo.

El concepto de crisis lo entendemos acá en términos coyunturales; técnicamente se podría decir que existe crisis cuando los desequilibrios externo e interno son de magnitudes significativas. Por desequilibrio externo, entendemos principalmente el déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, y, por desequilibrio interno, la aparición de inflación o de recesión, o de ambos fenómenos simultáneamente (estanflación). Cabe destacar que el priorizar aspectos coyunturales es cada vez más pertinente, pues tanto la magnitud como la persistencia de los problemas coyunturales hacen que éstos sean de primera importancia ¹.

* El autor es Profesor asociado en el Departamento de Economía de la Universidad Católica de Lima. Realizó sus estudios en la Universidad Católica de Chile y en la Universidad de Chicago, EE.UU., donde obtuvo el título de Master y completó los estudios para el doctorado. Sus principales áreas de investigación son en el campo de la Educación y el Desarrollo y los problemas de coyuntura económica.

1 Obviamente, en cierta manera la explicación de la crisis está condicionada por el conjunto de variables y perspectivas que uno elige para describirla. En el caso particular nuestro se ha elegido priorizar las variables de orden estrictamente económico, la perspectiva coyuntural y además enfatizar las consecuencias de determinados actos de política económica, antes que fundamentar las razones y/o explicaciones de por qué se llevaron a cabo dichos actos. Esta elección nos parece pertinentes porque el problema bajo estudio es de carácter principalmente coyuntural (aunque bastante agudo) y porque analizando las consecuencias de las medidas de política económica en relación a la crisis económica, podemos primero, comprenderla en profundidad y luego, sugerir las alternativas más eficientes para superar este problema.

Lo que pretendemos con este análisis, es dejar establecida la importancia relativa de los factores externos (fluctuaciones en los términos de intercambio y en las cantidades demandadas de exportables), estructurales (estancamiento en los sectores agrícola y exportador principalmente) y de política económica en la crisis económica actual. Más específicamente, creemos que la inflación con recesión y desequilibrio externo que experimenta el país actualmente es el resultado de alteraciones tanto de origen interno como externo, de factores controlables y de factores incontrolables, para una pequeña economía abierta como la peruana. Seguidamente trataremos de identificar y priorizar estos elementos de desajuste en términos de periodo en que ocurren, de su magnitud, intensidad y acumulatividad. De esta manera esperamos obtener una idea más precisa de la dinámica macroeconómica que resultó en la crisis actual y así también de la dinámica de la evolución futura de la economía.

Los resultados del análisis sugieren que la expansión de demanda generada en base a políticas monetarias y fiscales fuertemente expansivas es el determinante principal de la crisis. Es esto lo que esperamos demostrar con el presente ensayo.

La metodología a seguir tiene tres características:

- Primero, se tratará de describir la magnitud de la crisis actual.
- Segundo, entrando a nivel de explicación, se hará un ordenamiento temporal del trabajo, periodizando principalmente en base a la mezcla inflación-crecimiento y/o inflación-recesión; ésto es importante, pues la secuencia temporal de las alteraciones es crucial para determinar los diferentes componentes de la crisis.
- Tercero, el análisis al interior de cada periodo se hará de manera integral, es decir, analizando en conjunto factores externos e internos, reales y financieros, exógenos y de política económica con el fin de captar la interdependencia entre ellos, elemento muy importante para comprender a cabalidad la crisis. En la medida de lo posible, se tratará también de separar el peso relativo que cada factor tiene en la determinación de los desequilibrios externos e internos.

El ordenamiento del trabajo es el siguiente:

En la Sección II se hace un recuento puramente descriptivo de la evolución macroeconómica de la economía peruana en los últimos siete años, con el único objetivo de indicar la magnitud de la crisis actual. En la Sección III se analizará el período de inflación con crecimiento (1971-1974) para luego, en la Sección IV, analizar el período actual de inflación con recesión, el cual todavía no ha llegado a completarse. Seguidamente, se esbozan algunas conclusiones sobre el análisis anterior y se ensaya un pronóstico de la probable evolución de la economía en el

futuro próximo.

II. IDENTIFICACION DE LA CRISIS ECONOMICA PERUANA

El Perú experimenta actualmente la más aguda crisis económica de los últimos 25 años. En el año 1977, la producción declinó en términos absolutos (el PBI creció al -1.2 por ciento). La inflación superaba el 30 por ciento, y las Reservas Internacionales Netas, eran negativas por más de US\$ 1,000 millones.

La crisis peruana se manifiesta durante los últimos cinco años, en un creciente desequilibrio interno y en un creciente y agudo desequilibrio externo. El desequilibrio interno es inicialmente (1973-1974) acompañado por una inflación con crecimiento y posteriormente (1975-1977) se tradujo en una inflación con recesión. El desequilibrio externo apareció algo rezagado con respecto al interno y se manifestó inicialmente (1973-1974) en un déficit en cuenta corriente y posteriormente (1975-1977) en un déficit de Balanza de Pagos con fuerte presión sobre el tipo de cambio.

Durante los años 1971-1974 vemos que la tasa de inflación y la tasa de crecimiento de la producción se aceleran asimétricamente, pasando la primera de 6.8 por ciento en 1971, al 16.9 por ciento en 1974, mientras que la producción sólo pasó de 5.1 a 6.9 por ciento para los mismos años. Se da en este período inflación con crecimiento. Simultáneamente, durante dicho período se observa también una persistente y creciente presión sobre el sector externo en cuenta corriente, más no sobre el equilibrio global de la Balanza de Pagos, esto último se debe principalmente al fuerte incremento de la deuda pública externa la que prácticamente se duplica entre 1972 y 1974, pasando de 1,121 millones de dólares en 1972, a 2,182 millones de dólares en 1974. Así, el déficit en cuenta corriente, como porcentaje de las exportaciones, sube muy rápidamente, pasando de prácticamente 0 en 1971 a 40.70% en 1974; lo que implica que ya desde 1974 el problema corriente externo se manifiesta como el principal. Sin embargo, es preciso observar también que el deterioro corriente externo se da durante estos primeros años con una elevación simultánea de las Reservas Internacionales Netas, que pasan de US\$ 347 millones a Diciembre de 1971, a US\$ 693 millones a Diciembre de 1974. Se da pues, durante estos años, un período típicamente expansivo en el cual crecen la producción, los precios y las compras corrientes netas al exterior.

A partir de 1975 el panorama interno cambia. Se entra en un período de inflación con recesión, pues la tasa de inflación continúa creciendo pasando de 23.6 en 1975 a 38 por ciento en 1977; sin embargo, la producción empieza a declinar pasando de 3.3 en 1975 a -1.20 % en 1977.

El desequilibrio externo por otra parte se agudiza, siendo el año 1975 el peor de los años, pues el déficit en cuenta corriente llega a ser el 88.20/o de las exportaciones, bajando algo para 1976 (67.10/o) y también durante 1977 (54 0/o). Durante estos años, nuevamente la principal fuente de financiamiento del déficit corriente externo es el creciente endeudamiento público externo; la deuda pública sube a US \$ 4 3,066 millones en 1975 (un incremento de US \$ 800 millones en ese año), pasando a ser US \$ 3.641 en 1976 y US \$ 4,252 en 1977, manteniéndose así un fuerte ritmo de endeudamiento público externo aún en los años típicamente recesivos. Con el agravante que durante estos años también crece el crédito público interno real a un promedio de 260/o anual.

Cabe destacar, que en 1975 la baja en el crecimiento de la producción se debe tanto a una caída drástica de pesca (-15.20/o), como a una disminución en el ritmo de crecimiento en la manufactura y la agricultura; en 1976 los sectores exportadores se recuperan, pero la manufactura sigue cayendo tendencialmente (4.2 0/o), y la construcción, sector fuertemente ligado al sector financiero, cae drásticamente (-2.8 0/o). Por otro lado, cabe resaltar también que el desequilibrio corriente externo se manifiesta principalmente en un incremento en las importaciones (250/o) en 1975, y luego la relativa mejora posterior, principalmente también en una caída de las mismas (-12 0/o) en 1976. Durante este período las Reservas Internacionales Netas caen drásticamente desde US \$ 116 millones en 1975 hasta US \$ -1,100 millones en 1977, insinuando así que la subida anterior sólo fue un fenómeno de corto plazo y transitorio generado básicamente por una aceleración en el endeudamiento público externo que lamentablemente fue muy sesgado a plazos cortos de repago (ver Cuadros 1 y 2). Se da pues durante los años 1975-1977 la típica *estanflación*, que se caracteriza por un deterioro creciente de la producción, acompañado de una aceleración de la inflación; todo ello bajo un saldo negativo en la balanza global de pagos, cada vez más asociado al persistente desequilibrio corriente externo, financiado parcialmente con endeudamiento público externo. Estos son básicamente los hechos que conforman la crisis, y lo que importa ahora es explicarlos.

CUADRO 1

Indicaciones de Evolución Económica Global
1971 - 1977 (*)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978 ^{ooo}
INTERNOS								
Producto Bruto Interno ¹ (Tasa de crecimiento real anual)S	5.1	5.8	6.2	6.9	3.3 ^o	3.0 ^o	-1.3 ^{oo}	-1.8
Tasa de Inflación ² (Promedio anual de Índice de Precios al consumidor de Lima)	6.8	7.2	9.5	16.9	23.6	33.5	38.0	57.8
EXTERNOS								
Balanza Comercial ¹ (Millones US \$).	159	133	79	405	-1,099,990	-741,000	-438,000	154.
Saldo en Cuenta Corriente ³ , como porcentaje de las Exportaciones	-0.6	-1.6	-13.0	-40.7	-88.2	-67.1	-54.0	-20.0
Reservas Internacionales Netas ¹ (Millones US \$ al 31 Dic.)	347	397	411	693	116	-752	-1,100	-1,018
Tasa de Devaluación ¹ (Promedio Anual)	0	0	0	0	5.4	30.8	51.5	82.6

o Estimado I.N.E.

oo Estimado B.C.R.

ooo Preliminar

*Fuente: 1. Ver *El Peruano* (Lima, 15-6-78). Para la tasa de devaluación
varias ediciones de *El Peruano*.2. "Memoria 1976", BCR e "Índice de Precios al Consumidor
Lima Metropolitana", INE.3. Elaborado en base a "Memoria 1976", BCR, y *El Peruano* (Lima 15-6-78).

CUADRO 2

Evolución de los Principales Sectores Productivos
1971 - 1977 (*)

	1971 ¹	1972 ²	1973 ²	1974 ²	1975 ²	1976 ³	1977 ⁴	1978
Agricultura y Silvicultura	3.0	0.8	2.4	2.3	1.0	3.3	0.1	0.4
Pesca	-13.6	-47.9	-23.1	35.9	-15.2	19.8	-7.4	12.5
Minería y explotación de canteras	-4.0	7.1	-0.6	3.7	-10.9	8.9	29.9	13.9
Manufactura	8.6	7.3	7.4	7.5	4.7	4.2	-6.1	-3.0
Construcción	10.5	12.4	5.0	22.0	16.8	2.8	-7.7	-10.0
PBI	5.1	5.8	6.2	6.9	3.3	3.0	-1.3	-1.6

DEL CUADRO II-2

- * Fuente:
1. "Memoria de 1975", B.C.R.
 2. "Memoria de 1976", B.C.R.
 3. Estimado I.N.E.
 4. Estimado B.C.R.

III. CRECIMIENTO CON INFLACION 1971-1974

A inicios de la presente década, el Perú venía saliendo de un período de crisis que experimentó su peor momento en los años 1968 y 1969. Es así como los años 1971-72 se pueden situar como años de recuperación, que a cierta distancia de la crisis anterior, llegan a equilibrar las principales relaciones macroeconómicas. Tenemos entonces que tipificar estos como años de relativo equilibrio interno y externo, pues en dichos años la inflación apenas superaba el 7 por ciento; el déficit en cuenta corriente llegaba sólo al 1.6 por ciento de las exportaciones y la producción estaba creciendo al 5.8 0/0 (ver Cuadro 1).

Luego entramos a los años 1973 y 1974, donde se empieza a gestar la crisis, manifestándose inicialmente en una aceleración de la inflación (la que pasa a 9.5 0/0 en 1973 y a 16.9 0/0 en 1974) y la agudización del desequilibrio externo corriente (el déficit corriente pasó de ser insignificante en 1972, a ser 13 0/0 de las exportaciones en 1973 y 40 0/0 de las mismas en 1974). Lo anterior ocurre paralelamente a una aceleración de la producción, la que crece al 6.2 0/0 en 1973 y a 6.9 0/0 en 1974 (ver cuadro 1).

En otras palabras, es en esos años donde se genera la crisis manifestándose internamente a través de la inflación y externamente sólo a través del desequilibrio corriente externo. Precisamente porque la génesis de la crisis es acompañada por un auge en la producción y con un superávit global en la Balanza de Pagos (las Reservas Internacionales Netas alcanzan su más alto nivel en 1974 al totalizar SU \$ 693 millones), es que dicha crisis no se percibe como tal y por lo tanto no se adopta ningún tipo de política de estabilización en dichos años.

Las explicaciones de la génesis de la crisis son muy diversas, centraremos nuestro análisis en las que parecen las más pertinentes

La primera explicación postula que la crisis ha sido causada por la fuerte expansión experimentada en la demanda agregada en dichos años; expansión de demanda generada principalmente por el desarrollo conjunto de políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas

Esta apreciación de que el problema es básicamente de expansión de demanda, se basa en el hecho observado de que la ocurrencia *simultánea* de una aceleración de la producción, aceleración de la inflación y agudización del desequilibrio externo, son consistentes con una expansión de demanda interna. Para precisar la naturaleza de la expansión de la demanda examinaremos el

problema tanto del lado real como del monetario. Así evitaremos la discusión, en este caso innecesaria, sobre las causas del incremento de la demanda agregada esgrimidas alternativamente por los monetaristas y el resto de escuelas (estructuralistas, keynesianos) que inciden principalmente en los factores reales.

La segunda explicación insinúa que la crisis es causada por la subida drástica en los precios de los productos que importamos y más específicamente postula que la crisis energética mundial ha impuesto un período crítico a la economía peruana. Se postula aquí que un salto exógeno en los precios internacionales puede generar simultáneamente presiones inflacionarias y desequilibrio corriente externo, que son los dos rasgos principales de desequilibrio en los años bajo estudio. Lo que no queda claro en esta argumentación es la aceleración de la producción, ya que el *shock* exógeno predeciría más bien una desaceleración de la producción, asociada a la inflación de costos y el desequilibrio externo. Sin embargo, si la política de precios del gobierno consiste en evitar el traslado de alza de precios externa vía subsidios, es posible explicar la no desaceleración de la producción en estos años. Para precisar el análisis de esta segunda hipótesis es necesario medir su incidencia a partir del momento en que ocurre el "ajustón" externo, es decir a fines de 1973; y también precisar la permanencia o transitoriedad del impacto, que estará en cierta manera asociada a la dimensión del "ajustón" externo y a su velocidad de transmisión.

Midamos ahora, a través del análisis de la dinámica de la oferta y la demanda globales en estos años, el peso específico que cada hipótesis tiene como factor generador de la crisis económica actual.

En el Cuadro 3 (los cuadros 3 al 6 aparecen al final del ensayo) presentamos una medida *gruesa e imperfecta*² de la expansión fiscal del gobierno, la cual es el déficit consolidado del sector público en su conjunto. Utilizamos dicha medida y no sólo el déficit del Gobierno Central por considerar que el manejo económico financiero de las empresas nacionalizadas es completamente dependiente de la política macroeconómica del Gobierno. También aparecen en dicho cuadro los saldos netos de ahorro privado interno y

2 El déficit fiscal es una medida imperfecta para la medición del impacto de la política fiscal sobre la demanda agregada. La estricta separación del impacto de la política discrecional requeriría tratar separadamente los cambios discrecionales en Gastos e Ingresos del Gobierno y aislar su impacto del impacto que sobre la demanda agregada pudieran tener otras herramientas de política económica y/o variaciones exógenas que se estén alternando simultáneamente en el mismo período de análisis. Sin embargo, restringiéndonos a las herramientas fiscales, se puede afirmar que las variaciones del déficit del gobierno se deben principalmente a alteraciones del Gasto Público, pues el coeficiente de ingresos corrientes a PBI es bastante estable entre 1971 y 1976, variando entre 14.5% en 1976 y 15.8% en 1975, año en que precisamente la relación déficit-PBI es la más alta del período.

ahorro externo, que son las contrapartidas de la brecha fiscal en el sistema de contabilidad social. En los Cuadros 4 y 5 se presentan los indicadores de evolución financiera en términos reales y monetarios y finalmente en el Cuadro 6, se presenta la evolución desagregada de la cuenta corriente externa, tratando de descomponer sus movimientos en cantidades y precios de exportaciones e importaciones.

Durante 1973 el PBI crece a 6.2 0/o, siendo los sectores que más alteraciones sufren, la pesca, que continúa decreciendo a un ritmo de 23.1 0/o; la minería, que baja en 0.6 y la agricultura, que recupera algo su ritmo de crecimiento 2.4 (ver Cuadro No. 2). Por el lado de la demanda global, en el Cuadro 3, podemos observar que se genera una fuerte expansión fiscal pasando el déficit público de 3.1 0/o del PBI en 1972 a un 5.6 0/o en 1973, ésto está asociado a una contracción en la brecha privada relativamente pequeña y a un incremento significativo en la brecha externa, la que pasa de ser insignificante en 1972 a ser un 2.7 0/o PBI en 1973. Por otro lado, en el Cuadro 6 podemos ver que el valor de las exportaciones aumentó en 17 0/o en dicho año, debiéndose ese aumento a un drástico salto en los precios de las mismas (52 0/o) que fue compensado parcialmente por una fuerte caída (debido a la baja en pesca y minería) en el *quantum* exportado (27.00 0/o). Las importaciones, por otro lado, subieron más drásticamente aún (27.00 0/o), debiéndose este incremento principalmente a un aumento en el *quantum* importado (23.00 0/o)³. Del análisis de la composición de la brecha externa se deduce que ésta se ha expandido principalmente por el incremento en el *quantum* de importaciones, lo que es consistente con una política de expansión de demanda interna, en un país pequeño como el Perú, que es precio aceptante en el mercado internacional y por tanto sólo puede afectar el *quantum* de lo que importa.

Por el lado financiero, podemos observar también que la política monetaria y crediticia ha sido francamente expansiva durante 1973; la cantidad nominal de dinero sube en 19.8 0/o, cifra muy superior al crecimiento del PBI, siendo su impacto sólo parcialmente amortiguado por una baja en la velocidad de circulación, -4.1 0/o, (ver cuadro 5). Otros indicadores de expansión financiera son el fuerte incremento del Crédito Real Público (doméstico) en un 9.4 0/o, que es el reflejo parcial de la expansión del déficit fiscal y el incremento simultáneo del Crédito Real Privado en 14.7 0/o ambos en porcentaje muy superior

3 La descomposición de los valores Importaciones y Exportaciones en cantidades y precios hay que tomarlos sólo de manera preliminar, pues los precios son índices de valor unitario, sujetos a todos los errores que este índice incluye, los hemos tomado sin embargo por ser la única alternativa en el momento actual.

al crecimiento del PBI real. En conclusión, tanto los indicadores reales como los financieros muestran que en 1973 se genera una fuerte expansión de demanda interna la cual es causada principalmente por las políticas fiscales y monetarias de corte fuertemente expansivo ejecutadas dicho año.

Así llegamos a 1974, donde la situación se agudiza drásticamente. La inflación salta a 16.9 0/0, tasa equivalente a la tasa más elevada de los últimos 25 años; y el déficit corriente externo sube drásticamente pasando a ser un 40 0/0 de las exportaciones, magnitud jamás alcanzada por lo menos desde 1950. En este contexto, la producción sigue acelerando su crecimiento, el PBI crece a 6.9 este año (ver Cuadro 1). Sectorialmente, la aceleración del crecimiento de la producción se asocia a la de recuperación de la pesca (35.90/0), la de la minería (3.70/0) y una fuerte expansión de la construcción (2.20/0). Vale la pena destacar que esta fuerte expansión de la construcción se debe principalmente a la demanda de construcción que generaron los proyectos mineros y energéticos (Oleoducto) de larga duración, implementados tanto por el sector público como por el privado; proyectos que lógicamente en el plazo inmediato presionan principalmente sobre la oferta global sin incrementarla significativamente (ver Cuadro 2).

En cuanto a la evolución de la demanda global, vemos que el déficit público continúa creciendo llegando este año a ser el 6.90/0 del PBI, este incremento se explica parcialmente por la opción de subsidiar generalizadamente los productos energéticos cuando ya en 1974 se deja sentir plenamente el impacto del alza internacional de precios de la energía. Por otro lado, por primera vez aparece el déficit en el sector privado, lo que se explica principalmente por el incremento en la inversión privada en minería. El salto más drástico ocurre en la brecha externa la cual llega a ser en 6.90/0 del PBI.

En 1974, es cuando se recibe enteramente el peso de la crisis energética mundial, por esto es el momento de analizar su impacto sobre la economía nacional, tanto en lo que se refiere a su impacto sobre el sector externo, como a su impacto sobre la inflación interna, en este último caso es cuando se hará necesario diferenciar los impactos permanentes de los transitorios. En el Cuadro 6 podemos ver que la agudización del déficit corriente externo se explica principalmente por una subida drástica en el valor de las importaciones en 84.80/0. Esta subida se descompone en una subida en el *quantum* importado de 300/0, y una subida en los precios de 330/0. Es importante resaltar también que en este año subirán también las exportaciones en 35.2, subida que se debió exclusivamente a una elevación de precios del 440/0, pues el *quantum* exportado permaneció prácticamente al mismo nivel que el del año anterior. En resumen, el efecto neto de los precios internacionales en este año es favorable al país ya que sus términos de intercambio suben en 840/0, por lo tanto los precios interna-

cionales no imponen una carga exógena en este año a la cuenta corriente. Es preciso señalar con respecto al problema de la energía que el Perú era un importador marginal de petróleo, es por esto que la variación de precios de este material, aunque muy drástica, no influyó significativamente en el índice de precios de importación. En lo que respecta al impacto de la crisis energética sobre la inflación interna, también el impacto directo es reducido; sin embargo, si observamos el Cuadro No. 6 vemos que durante 1974 hay un incremento de 33 0/0 en el valor unitario de las importaciones, el cual es significativamente mayor que el 40/0 registrado el año anterior, esto obviamente puede ejercer una presión sobre el nivel de precios interno (aunque significativamente menor que 33 y sólo aplicable al año en que ocurre), pero parece que esta presión no se manifiesta, pues es precisamente a partir de 1974 cuando se opta implícitamente por una política de control de precios al congelar el precio del petróleo y sus derivados. En todo caso el impacto inflacionario del alza del precio del petróleo además de ser pequeño es necesariamente transitorio pues esa alza sólo ha ocurrido de manera drástica por una sola vez; en otras palabras, la formación de un cartel ejerce presión inflacionaria, pero la existencia del mismo no añade nada a la tasa de inflación de un país.

Dado que las cifras de balanza en cuenta corriente descartan la crisis energética internacional como generadora del déficit corriente externo, es importante resaltar la correspondencia que existe entre la agudización del déficit fiscal y el deterioro del sector externo en cuenta corriente. En el Cuadro No. 3 podemos observar que tanto el déficit fiscal como el déficit corriente externo equivalen al 690/0 del PBI, y que de los años 1971 a 1974 ambos se mueven en la misma dirección. Esta relación es fácilmente explicable a través de los mecanismos keynesianos de transmisión de cualquier expansión de demanda (en este caso la del Sector Público) que tiene impactos directos e indirectos sobre el volumen de importaciones; deteriorando así, el saldo corriente externo. Si al efecto anterior, le añadimos el impacto de desviación de demanda agregada hacia el sector externo que se va generando acumulativamente en un marco de inflación creciente y tasa de cambio fija, que es precisamente el marco que tenía el Perú entre los años 1971-1974, tenemos una explicación más completa del deterioro corriente externo y de la mayor aceleración que éste experimenta en relación a la evolución del déficit fiscal. Cabe señalar finalmente, que también coincide esta expansión fiscal con la aceleración en la inflación, a pesar que ya desde 1974 se opta implícitamente por una política de controles que busca reprimir la inflación controlando los precios de la energía, artículos de primera necesidad y fijando la tasa de cambio.

Antes de analizar la evolución financiera de la economía durante 1974, es

necesario esbozar la relación que existe entre los sectores real y financiero en una economía como la peruana. En una economía con mercado de capitales incipiente (como es el caso de la economía peruana), la financiación de la expansión del sector público en base a la venta de valores al ahorrista es prácticamente nula, es por esto que cualquier expansión fiscal implica una expansión monetaria y más específicamente esta expansión monetaria puede estar asociada a la expansión del crédito público interno y/o a la expansión del Crédito Público externo (elevando esto último los activos internacionales Netos en el plazo inmediato). Es en este contexto que es prácticamente imposible de separar el impacto de la política fiscal del de la política monetaria; por tanto sus efectos específicos son también difícilmente separables; y es precisamente en este marco donde las discusiones entre fiscalistas y monetaristas pierden algo de sentido ⁴

Por el lado financiero, podemos observar que la política monetaria ha sido francamente expansiva; la cantidad nominal de dinero subió en 24,40/o debido principalmente a un incremento de las Reservas Internacionales Netas (inducida por un incremento en el endeudamiento público externo) las que pasan de US \$ 411 millones en 1973 a US \$ 693 millones en 1974. En el Cuadro No. 4, podemos ver que el impacto de este incremento monetario no fue atenuado por una baja en la velocidad, la cual permaneció prácticamente estable en el año bajo análisis ⁵.

-
4. En el caso peruano, particularmente a partir de 1973, se establece una dependencia muy fuerte de la autoridad monetaria (Banco Central de Reserva) a la autoridad fiscal (Ministerio de Economía y Finanzas). Sin embargo, esta dependencia no se puede captar observando directamente el crédito neto del BCR al sector público, pues este se ha mantenido más o menos constante en el período. Lo que pasa es que la modalidad de financiamiento interno del gobierno ha variado, y en vez de usar directamente Crédito Directo Neto al Sector Público lo hace a través del crédito que el Banco de la Nación le pide al BCR, de esta manera lo que expande la emisión es el crédito al sistema bancario y no el crédito directo neto al sector público. Esto puede haber causado confusión a algunos investigadores, pero creo que notando ese canal indirecto de financiamiento público se puede deducir que buena parte del incremento del crédito del BCR al Sistema Bancario es en realidad crédito al sector público. Esta tónica se repetirá y se agudizará en el período siguiente 1975-77.
5. Varios autores (Rizo-Patrón, Jorge *et al*: *La demanda por dinero en el Perú. Simposium sobre el mercado de capitales en el Perú (Lima, 1972)*, Patrick Saint-Paul: *La inflación en el Perú*, CISEPA, Doc. de Trabajo No. 32.) ha demostrado que en el Perú la demanda por saldos monetarios es estable y depende principalmente de dos factores: el ingreso real y la tasa esperada de inflación. Nosotros tomamos ese punto de partida y por tanto postulamos que en general la autoridad monetaria determina la cantidad nominal de dinero, pero las empresas y las familias la cantidad real y por tanto el nivel de precios en una economía cerrada. El abrir la economía al comercio exterior implica básicamente dos cosas: primero, existe la posibilidad de que el público controle la cantidad nominal de dinero (vía déficits o superávits en la balanza de pagos ante desequilibrios monetarios generados exógenamente) y segundo, existe la posibilidad que las presiones sobre el tipo de cambio actúen sobre las expectativas de inflación, es decir, sobre la velocidad de circulación. Obviamente que las proposiciones arriba expuestas no se dan en el plazo inmediato sino sólo

En el Cuadro No. 4 podemos ver el inicio de un cambio en la composición del crédito interno que continuará en esta dirección en los años siguientes. Específicamente observamos que desde 1974 la tasa de crecimiento de crédito real al sector público es mayor que la que corresponde al sector privado, siendo la anterior 410/0 y ésta última sólo 2.59/0 para el año 1974. La elevación del crédito real público y la de las reservas internacionales sugieren que el fuerte incremento en el déficit público experimentado durante el año fue financiado tanto con recursos externos como con recursos internos; dejando el financiamiento del sector privado al mayor grado de liquidez real existente en la economía durante este año.

Sintetizando, se puede afirmar que durante 1974, el carácter expansivo de la política fiscal, con la correspondiente expansión en la política monetaria agudizado por el incremento de reservas en base a endeudamiento público externo, son los causantes principales de la creciente inflación y el drástico desequilibrio corriente externo que aparecen este año.

En resumen, el financiamiento público y privado es creciente en estos años y las fuentes de financiamiento son predominantemente internas hasta 1973, para tomarse principalmente externas en 1974. La política monetaria es sumamente expansiva pues tanto el dinero como el crédito interno y externo crecen a tasas muy superiores al crecimiento de la producción en estos años. Es preciso señalar también que el proceso de autorregulación monetaria que se hubiera dado ante el creciente desequilibrio corriente externo en estos años se compensa mediante la consecución de crédito externo, lo que se refleja en la evolución de las Reservas Internacionales hasta 1974 (ver Cuadro No. 1) y mediante el crecimiento del crédito interno (ver Cuadro No. 4). Esta esterilización obviamente impone una presión inflacionaria en el corto plazo y acumula el problema de pagos externos para el mediano plazo. La deuda pública externa empieza a crecer aceleradamente desde 1973; incrementándose en US \$369 millones en dicho año y US \$ 691 en 1974 para totalizar US \$ 2,182 millones a Diciembre de este último año; precisamente cuando las Reservas Internacionales Netas llegaron a su máximo en el período : US \$ 693 millones.

Así podemos observar que los gestores principales del desequilibrio externo e interno peruano en estos años han sido las políticas fiscales y moneta-

paulatinamente, es por esto que el impacto de la tasa de inflación actual sobre las expectativas inflacionarias toma tiempo para internalizarse y para incrementar así la demanda por bienes. En resumen, las alusiones a la velocidad de circulación que se presentan en este párrafo y en las siguientes secciones intentan captar este componente que afecta a la demanda agregada por bienes con cierto rezago respecto de la tasa de inflación actual.

rias fuertemente expansivas, seguidas las que ligadas a las políticas de control de precios y de fijación de la tasa de cambio, dan como resultado una inflación con crecimiento transitorio sumado a un creciente desequilibrio externo corriente cuya importancia es parcialmente disminuida por el crecimiento transitorio en nuestras reservas internacionales motivado principalmente por el creciente endeudamiento público externo.

IV. INFLACION CON RECESION

El período se caracteriza por la disminución paulatina en el crecimiento de la producción la cual pasa a 3.30/o y en 1975 y a 3.00/o en 1976 para disminuir en 1.20/o en 1977. Simultáneamente la inflación se agudiza crecientemente pasando a 23.60/o en 1975, 33.50/o en 1976 y 38.10/o en 1977. El sector externo presenta los problemas más agudos del período, pues el déficit en cuenta corriente supera largamente el 500/o de las exportaciones (llegando a ser 880/o en 1975, 670/o en 1976 y 540/o en 1977) y aparece también el déficit global en Balanza de Pagos que hace caer drásticamente las Reservas Internacionales Netas de U.S.\$ 693 millones en 1974 a U.S.\$ 116 millones en 1975, a U.S.\$ -752 millones en 1976 y a U.S.\$ -1,100 millones a diciembre de 1977. (Ver cuadro No. 1).

La crisis externa e interna alcanza niveles jamás experimentados por el país en el último cuarto de siglo.

El desarrollo de las crisis en este período es algo particular, pues la disminución en el crecimiento del PBI se inicia precisamente cuando hay una fuerte aceleración de la demanda interna en 1975. Los años siguientes son más típicos en cuanto a la aparición de inflación con recesión "a la latinoamericana" pues durante dichos años se empiezan a aplicar políticas de estabilización que tratan de comprimir la demanda y simultáneamente se sueltan los precios y la tasa de cambio.

Veamos el desarrollo de este período en detalle.

El elemento más saltante en el año 1975 fue el tremendo crecimiento de la demanda agregada. En dicho año, esta expansión se debió principalmente a la expansión del sector público, específicamente del gobierno central el cual sigue concibiendo el gasto público más como promotor del desarrollo que como herramienta de estabilización. En dicho año el déficit del sector público alcanza la más elevada proporción del período, al llegar a ser un 10.40/o del PBI. (Ver cuadro No. 3).

Para financiar este enorme déficit se tuvo que acudir al crédito interno

público (el que crece 20o/o real), el crédito externo (el que se incrementa en U.S.\$ 800 millones), e indirectamente a la pérdida de reservas, las que bajan en 57.4 o/o (Ver cuadro No. 1 y No. 4). En dicho año también se produce una expansión de demanda en el sector privado debido principalmente al incremento de la inversión en minería.

En el Cuadro No. 3, se observa que el Sector Privado también experimenta un déficit por primera vez en 1975, aunque no tan significativo como el déficit del sector público. El ritmo de crecimiento en la cantidad de dinero se mantiene en 24o/o debido especialmente a la fuerte caída de las Reservas Internacionales que fue compensada con la expansión del crédito interno, especialmente del público, ya que el privado cae en 3.5o/o en términos reales durante el año.

Vale destacar asimismo que esta evolución en el crecimiento monetario es expandida en su impacto sobre la demanda global por un incremento en la velocidad de circulación, la cual crece en 2.7o/o en 1975 (ver Cuadro No. 5) demostrando que las expectativas inflacionarias empiezan a internalizarse en la población, lo cual lógicamente hace disminuir su demanda real por dinero y presionar por tanto sobre el mercado de bienes tanto interno como externo.

Conviene ahora referirnos a la evolución de la producción en 1975 para así determinar el exceso de demanda global, buena parte del cual, como vimos arriba, es generado por la política fiscal fuertemente expansiva. El ritmo de crecimiento del PBI baja en 1975 a 3.3o/o esta disminución se manifiesta principalmente en la baja del crecimiento industrial (el cual pasa de 7.5o/o en 1974 a 4.7o/o en 1975), en la drástica caída de la minería (la que experimenta un decrecimiento de 10.9o/o en 1975) y en contracción de la agricultura cuyo crecimiento llega apenas al 1o/o en 1975 (ver Cuadro No. 2). La explicación de la baja en el ritmo de crecimiento en la producción, en un marco de demanda francamente expansivo, es compleja. A este respecto se pueden señalar los principales factores que pueden explicar este fenómeno. Primero, la fuerte expansión real y financiera del sector público consume una parte importante de las nuevas importaciones; otra parte significativa es consumida por las nuevas inversiones mineras privadas; ante esta situación se empiezan a implementar una serie de controles a la importación que afectan principalmente la capacidad de importar insumos para la industria y alimentos, y es esto lo que impone la restricción externa a la producción doméstica, especialmente a la industrial. El deterioro de la producción minera y agrícola se deben principalmente a causas de carácter más bien exógeno (razones políticas en el caso de la minería), conviene sin embargo destacar que también influye en el desarrollo de ambos sectores el dete-

rioro de la rentabilidad sectorial que brota de un marco de control de precios y tasas de cambio en un ambiente francamente inflacionario. El segundo factor que se esgrime a nivel macroeconómico como determinante de la disminución en la producción es el hecho de que la aceleración de la demanda agregada entre 1973 y 1975 llega a topar la capacidad instalada de producción precisamente en 1975, esto se puede explicar por el bajo índice de inversión experimentado entre 1968 y 1974, donde la inversión bruta interna llegó a lo más al 140/o del PBI, porcentaje sustancialmente inferior al 190/o ocurrido en promedio en períodos anteriores a 1968.

Un tercer factor que está bastante ligado al primero, es el de la restricción del crédito al sector privado nacional. En el Cuadro No. 4 vemos que para 1971, 1972 y 1973 la tasa de crecimiento real del crédito privado superaba al 100/o, en el año 1974 empieza ya a disminuir su ritmo de crecimiento y en 1975 ya experimenta una contracción de 3.50/ (ver Cuadro No. 4). Esta contracción global es probablemente más severa para el sector privado nacional pues gran parte del limitado volumen real del crédito privado en dicho año fue absorbido, como normalmente sucede, por los fuertes requerimientos crediticios que tuvieron las inversiones privadas extranjeras en minería en dicho año, dejando poco margen de utilización del crédito al Sector Privado nacional; obstaculizando así el normal desenvolvimiento de la producción principalmente en el sector industrial. Cabe anotar además, la íntima relación entre el crédito real privado, que es básicamente para capital de trabajo y la disminución en la importación de insumos, que son parte del mismo capital.

A un nivel analítico, la situación del año 1975 se podría tipificar como la expresión aproximada de un quasi-equilibrio en los mercados domésticos de bienes y dinero, es decir, como una situación en que el exceso de demanda doméstica se canaliza principalmene hacia el exterior, sin presionar significativamente sobre la oferta interna, o disminuyendo su presión relativa a años anteriores. Varios indicadores nos insinúan que un proceso de este tipo se estaba gestando ya desde 1974. Primero el ajuste hacia el quasi-equilibrio se da a través del creciente efecto sustitución que se genera al fijar la tasa de cambio en una situación de inflación creciente; este efecto acumulativamente desvía la demanda doméstica hacia el sector externo presionando así el déficit corriente externo; segundo, el efecto director de la fuerte expansión del componente importado de la demanda doméstica de las grandes inversiones públicas y privadas durante 1975, simplemente contribuye a agudizar directamente el déficit corriente externo sin presionar sobre la oferta interna. Con respecto al primer punto en el Cuadro 1

observamos que desde 1973 a 1975 la tasa de inflación pasó de 0.50/o a 23.60/o; el tipo de cambio se mantuvo fijo, en 1973 y 1974 y apenas subió en 5.40/o durante 1975. En el cuadro No. 3 podemos notar la estrecha relación entre el déficit público (principal gestor de la expansión de demanda doméstica) y el déficit corriente externo a partir de 1974; pues los porcentajes que cada uno de ellos representan del PBI, son muy similares a partir de dicho año⁶.

Cabe finalmente añadir que la mantención del quasi-equilibrio, requiere para su sustentación el financiamiento del saldo negativo corriente en base a reservas internacionales, las cuales estaban disponibles en 1974 y se usaron ampliamente en 1975 como se puede apreciar en el Cuadro No. 1.

Resumiendo, durante 1975 la inflación es causada principalmente por la paralización relativa de la producción, y, el desequilibrio externo principalmente por una expansión de la demanda agregada. Es conveniente notar también que la magnitud del desequilibrio externo, es parcialmente agudizada también por una caída en los términos de intercambio en 12.90/o debido principalmente al alza de los precios en las importaciones (ver Cuadro No. 6) y una disminución en las exportaciones asociada lógicamente a la contracción de la minería ya explicada anteriormente. También conviene anotar que en 1975 la inflación a pesar de ser significativa (23.60/o), no se revela en su extensión real pues se mantienen los controles sobre los precios de la energía y se altera sólo levemente la tasa de cambio pasándola de S/. 43.38 a S/. 45.00 por dólar (ver Cuadro No. 1).

En 1976, tanto el problema inflacionario como la recesión se agravan. La inflación sube drásticamente a 33.50/o y la producción sigue reduciendo su crecimiento hasta 3.00/o. En este año se da la típica inflación con recesión, que brota principalmente por un fuerte ajustón de costos generado por la flexibilización de las políticas de precios y tasa de cambio ante la fuerte presión del desequilibrio externo, acompañado de una fuerte restricción del crédito al sector privado la cual limita aún más el crecimiento de la producción. Veamos en detalle la evolución durante 1976.

6 El concepto de quasi-equilibrio se refiere a la posibilidad de que se anule el impacto del desequilibrio de un mercado sobre la posición (de equilibrio) de los otros. En el caso particular nuestro, lo que se postula es que se ha evitado que el desequilibrio externo ejerza su impacto sobre la situación interna vía la compensación de la pérdida de reservas internacionales con crédito interno en el mercado monetario. Obviamente que esto se plantea en un contexto dinámico y aproximado y esto es lo que básicamente nos explica por qué a pesar del fuerte déficit global externo en 1975 no se da una disminución en la cantidad nominal (y real) de dinero en dicho año.

En éste año, la óptica macroeconómica del gobierno se altera, se empieza a tomar conciencia de la magnitud de la crisis económica y se empieza a pensar en los gastos y en los impuestos como herramientas de estabilización, más que como promotores del desarrollo. De la misma manera, se empiezan a aplicar políticas de precios más flexibles que permitían ya en 1976 observar la real magnitud del problema inflacionario. Estas decisiones se toman especialmente a partir del segundo semestre de 1976, donde se devalúa drásticamente la moneda, pasando el dólar a S/. 65 y adoptando a partir de esta fecha un sistema de cambio flexible controlado (o minidevaluaciones (ver Cuadro 1)). Simultáneamente, se suprimen los subsidios a la energía y se disminuyen los subsidios a otros productos alimenticios urbanos. Estas medidas redundan en una relativa contracción en el déficit público que en 1976 se reduce en algo, siendo en 9.10% del PBI y en una relativa "mejora" de la cuenta corriente externa cuyo déficit llega en dicho año al 67% de las exportaciones. Ambos resultados indican que las medidas apuntan en la dirección correcta pero a su vez se nota que son insuficientes para corregir el desequilibrio, tanto interno como externo.

Por el lado financiero de la economía, se puede comprobar que la contracción del sector público ha sido insuficiente pues vemos que durante 1976 el crédito a dicho sector crece en 44% en términos reales insinuando así que se mantiene la presión de demanda pública. Por otro lado, observamos que el crédito al sector privado real decrece en 3.7% obstaculizando así fuertemente la producción, más aún en un ambiente donde empiezan a experimentarse fuertes reajustes de costos tanto domésticos como externos (ver Cuadro No. 4). Por el lado de la demanda del sector privado se manifiestan dos hechos que la empujan en sentidos opuestos. Por un lado, el fuerte crecimiento de la velocidad de circulación del dinero (18.7% en 1976) insinúa que las expectativas de inflación de la población van en ascenso y tienden a incrementar la demanda agregada precisamente en el período en que el gobierno intenta medidas de contracción de la misma, tanto directamente como a través de reajustes de precios. Por otro lado la drástica devaluación de la moneda (30.8% en 1976) tiende a contraer la cantidad de dinero y por tanto a causar el clásico efecto recesivo de la devaluación ya en este año. Parece ser que el impacto de la devaluación y de los reajustes de precios a ella conexos durante este año priman sobre la presión adicional de demanda generada por el ascenso de expectativas inflacionarias, contrayendo así la demanda agregada durante este año.

En resumen, podemos decir que en 1976, aparece la inflación con recesión a la "Latinoamericana", el problema externo subsiste como el principal y es la inflación más que la recesión, la que da un salto significativo (100%).

La inflación es principalmente el resultado de los reajustes que se hacían necesarios desde 1974 y que se fueron postergando en base a la política de subsidios y controles de precios del gobierno, lo cual a su vez presionaba indirectamente sobre la inflación y el sector externo al incrementar el déficit del sector público. Una vez más, se observa que las políticas de control de precios (incluida la tasa de cambio) no eliminan sino sólo retardan y concentran las presiones inflacionarias, en este caso en el año 1976. También contribuyen a la inflación y al mantenimiento del nivel de desequilibrio externo la mantención de un apreciable déficit en el sector público, pues éste baja algo con respecto a 1975, pero sigue a niveles muy superiores a los experimentados durante las últimas dos décadas. Por otro lado la recesión es en este caso explicada por dos factores que ocurren simultáneamente: el ajustón de costos que brota de la flexibilización de la política de precios del gobierno y la contracción del crédito real al sector privado, este último afecta principalmente la operación financiera de las unidades productivas contribuyendo a la disminución en el ritmo de producción y el ajustón de costos afecta particularmente a la demanda agregada al disminuir *ceteris paribus* la cantidad real del dinero.

Entramos así a 1977, que es el año en que se experimenta fuertemente la recesión por primera vez. Durante dicho año, el PBI decrece en 1,30%, la inflación promedio aumenta en 380% y las reservas internacionales se reducen aún más para llegar a US \$ -1,100 millones, lo que muestra la relativa mejora experimentada en la Balanza de Pagos durante 1976 no es aún suficiente para parar la disminución de reservas internacionales.

El año 1977 (al igual que 1975) está marcado nuevamente por una expansión de la demanda del sector público; en este año se revierten las tendencias básicas de política fiscal y monetaria que durante 1976 apuntaban levemente hacia el logro del equilibrio interno y externo. La particularidad de 1977 es que la presión de demanda pública se concentra en el sector externo y el financiamiento que éste requiere desfinancia al sector privado interno, lo que se manifiesta en la caída dramática de los dos sectores más dinámicos de la economía: manufactura y construcción.

Este comportamiento público agudiza la recesión en el corto plazo y simultáneamente impone una carga adicional en el sector externo en el mediano plazo, lo que resulta sumamente delicado, pues como vemos, ya en 1976 la capacidad de endeudamiento había llegado a límites financieramente peligrosos.

Veamos en detalle la evolución de la economía en 1977, para determinar la evolución de la demanda y oferta globales en este año.

En el Cuadro No. 3 podemos observar que la presión de demanda del

sector público se incrementa en 1977, pasando el déficit de dicho sector a representar un 9.60/o de PBI, recayendo el financiamiento del mismo principalmente en el sector privado, el cual muestra en este año un superávit de S/ 27 millones generados fundamentalmente por una drástica contracción en la inversión, mientras que el ahorro externo, disminuye algo su aporte relativo llegando en éste año a un 7.40/o del PBI. Durante este año se vuelven a experimentar los efectos contrapuestos sobre la demanda agregada del sector privado. En el Cuadro No. 5 podemos observar que la velocidad de circulación del dinero sigue en ascenso, crece en 17.50/o durante el año, lo que puede estar implicando ya, con mayor grado de certidumbre, una aceleración en la demanda agregada. Por otro lado vemos, sin embargo (Cuadro 1), que la devaluación se agudiza llegando a ser 51.50/o durante 1977, esta medida, al reducir la cantidad de dinero, genera un impacto deflacionario sobre la demanda agregada que, por ser la devaluación más drástica que la del año anterior, podemos postular que predomina sobre el impacto expansivo del desarrollo de expectativas inflacionarias, siendo nuevamente la presión de costos uno de los principales generadores de la inflación con recesión del año bajo análisis

Por el lado de la oferta global se puede observar que la producción decrece en -1.20/o. En el Cuadro No. 2 podemos ver que los sectores que se contraen son Manufactura (-6.10/o), Construcción (-7.70/o) y Pesca (-7.40/o), sectores integrados al sistema financiero nacional; por otro lado, el Sector Minero crece fuertemente (29.90/o), siendo su crecimiento principalmente el resultado de la producción a plena capacidad de una nueva mina de cobre.

La contracción de oferta se explica ese año por dos factores fundamentales. Primero, por el drástico recorte de crédito que sufre durante ese año el sector productivo, en el Cuadro No. 4, vemos que el crédito real privado cae en 90/o. Esto limita fuertemente el capital de trabajo en el sector moderno, paralizando la actividad y también la compra de insumos importados. Segundo la inestable política de cambios, unida al recorte financiero generalizado, no permitió empezar a desviar con eficiencia la producción hacia la exportación, para de esta manera atenuar el impacto de la recesión. Las exportaciones no tradicionales suben sustancialmente, pero desde una base muy pequeña, por lo cual su impacto es poco significativo dentro del sector industrial, el cual, en conjunto, experimenta una drástica contracción.

En resumen, durante 1977 se experimenta más agudamente la inflación con recesión; siendo la inflación el resultado de reajustes de precios impuestos por el desequilibrio externo pasado, aunados al desarrollo de expectativas crecientes de inflación de la población mientras que la recesión es generada por el

fuerte recorte financiero impuesto al sector privado, debido a los crecientes requerimientos financieros del sector público en un período en que el financiamiento público externo es decreciente.

La magnitud del desequilibrio externo *acumulado* en estos tres últimos años, los cuales se resumen en una pérdida drástica y acumulativa de reservas internacionales, será el principal determinante de la inflación y de la producción en los años venideros, pues el ritmo de devaluación y la presión por el repago de la deuda externa estarán influidos por este desequilibrio acumulado.

V. CONCLUSIONES

- 1.— La crisis económica peruana se origina con la aparición simultánea de inflación y desequilibrio corriente externo. Paralelamente también se acelera el ritmo de crecimiento en la producción. La ocurrencia simultánea de los tres rasgos arriba citados indica que la crisis es causada principalmente por una expansión en la demanda agregada.
- 2.— Las causas que originan este problema son principalmente de origen interno. Específicamente, la crisis es generada por la implementación de políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas a partir de 1973. La expansión de demanda que estas políticas generan se manifiesta tanto en el acelerado crecimiento del déficit fiscal, como en el acelerado crecimiento de la liquidez, las reservas internacionales (en base a endeudamiento) y el crédito interno. Es precisamente el acelerado endeudamiento interno y externo (especialmente público), el elemento esterilizador de la disminución endógena de la liquidez que se habría generado ante el creciente desequilibrio corriente externo que brota en los años 1973 y 1974.
- 3.— El impacto de los reajustes internacionales de precios que siguió la crisis energética mundial de fines de 1973, no afecta significativamente la Balanza de Pagos peruana, pues los términos de intercambio no se alteran sustancialmente en la presente década. Además, como los niveles de inflación interna están muy por encima de los niveles de inflación de nuestros principales clientes comerciales, es muy improbable que la inflación doméstica sea de origen externo.
- 4.— También tiene sólo un peso secundario en la crisis económica actual el estancamiento secular de las exportaciones y de la producción de algunos bienes importables (alimentos). La magnitud, dimensión y velocidad con que aparece la crisis superan ampliamente los efectos marginales que pueden tener estas tendencias estructurales en el corto plazo. Esto no implica

que ellos no jueguen un rol en la crisis, pero en todo caso su rol es secundario pues no ha habido cambios sustanciales en las magnitudes producidas de transables que los identifiquen en este período como generadores de la crisis.

- 5.— A partir de 1975, la inflación con crecimiento anterior, se torna en inflación con recesión. Esta estanflación es originada inicialmente (1975) por un recorte en el crédito real al sector privado, aunado a fuertes limitaciones cuantitativas en la capacidad de importar.

Posteriormente (1976, 1977 y 1978) la recesión es típicamente por presión de costos que brota de los fuertes reajustes en la tasa de cambio y en los precios de los productos subsidiados. Reajustes que son obviamente el resultado de las presiones inflacionarias y las presiones sobre el déficit externo ejercidas por la creciente expansión del gasto público, tanto en los años 1973 a 1975, como en los años 1976 y 1977.

La expansión de demanda pública continúa en los años 1976 y principalmente en 1977, pero su modo de financiamiento se altera. Como el crédito público externo se restringe, el gobierno acude en forma creciente al crédito interno; ante lo cual el Banco Central de Reserva restringe drásticamente el crédito real al sector privado, para amortiguar así la presión de expansión e del crédito interno sobre el desequilibrio externo y sobre la inflación. Esta disminución drástica del crédito real al sector privado en un ambiente en que los costos se reajustan drásticamente es la causa principal de la aceleración de la recesión que se experimenta en los años 1976 y 1977.

- 6.— A partir de 1975 entra también un nuevo elemento en la dinámica de la inflación del país. Las expectativas de inflación crecientes (materializados en la aceleración de la velocidad de circulación), se suman al creciente déficit público para agudizar el proceso inflacionario de dicho año. Ya desde 1975, a pesar que la devaluación de este año fue prácticamente inexistente, la tasa de inflación crece significativamente. Las expectativas inflacionarias crecientes desde 1975, aceleran su crecimiento en los años siguientes y por tanto, deben ser consideradas al momento de sieñar las políticas de estabilización y obviamente, la presencia de las mismas requiere medidas más drásticas de estabilización que las que se requerían en ausencia de dichas expectativas.
- 7.— La opción de reprimir la inflación que el gobierno elige desde 1974, vía subsidios a productos básicos (importables) y vía fijación de la tasa de cambio (prácticamente hasta el segundo semestre de 1976), explica parcial-

mente tanto la expansión del gasto público y la inflación interna, como la creciente presión sobre el sector externo. Es necesario precisar que esta opción de reprimir la inflación no la suprime, sino sólo la retarda y la concentra en los años 1976, 1977 y 1978, precisamente cuando se hace imposible seguir manteniendo los subsidios y la tasa de cambio. Por lo tanto, se ve claramente que la devaluación no es la causa primaria de la inflación sino sólo el medio a través del cual ésta se manifiesta, cuando la presión inflacionaria interna que acelera la presión sobre el endeudamiento externo, hace imposible seguir desviando la presión de demanda interna hacia el exterior.

- 8.— A partir del segundo semestre de 1976, bastante tardíamente, se comienzan a tomar medidas de estabilización, que pretendían contraer la demanda por dos canales: vía reajuste de precios y tasas de cambio y, vía contracción del gasto público.

Las medidas de ajuste de precios han tenido un impacto parcial debido principalmente a la falta de continuidad, consistencia y generalidad en su aplicación. Las medidas de recorte de gasto público no se han llegado siquiera a materializar, un indicador de ello es que el déficit del gobierno en los últimos tres años era superior al 90/o del PBI volumen obviamente inconsistente con cualquier política de estabilización efectiva.

- 9.— En conclusión, dada la fuerte restricción externa y dado por tanto el gran peligro de entrar en un proceso inflacionario interno acelerado y permanente; se hace imprescindible que se empiecen a tomar medidas efectivas de recorte de la demanda pública, pues las medidas de reajustes de precios por sí solas no pueden solucionar la crisis. Al tomar éstas medidas de recorte, es necesario estimar también la disminución endógena en la recaudación impositiva, para estimar de manera más realista el déficit público. Al mismo tiempo, que se toman estas medidas de recorte de la demanda agregada es necesario minimizar el costo social en términos de la reducción de la producción, que seguiría a estas medidas. En este aspecto, es necesario hacer una política de reasignación del crédito, de manera que el crédito real al sector privado pueda dejar de disminuir a expensas de la disminución del crédito al sector público. Simultáneamente, para que este crédito se use de manera eficiente es necesario plantear una política integral de largo plazo de reajuste de precios, tasas de cambio y tasas de interés; pues sin este correlato la recuperación de la producción se daría en sectores que no guardan relación con la fuerte presión de requerimiento de divisas que tendrá el país por lo menos durante los próximos 5 años.

VI. PERSPECTIVAS

Antes de estimar el probable rumbo de la economía peruana en el futuro próximo, conviene enfatizar el carácter incierto de toda predicción. En el caso de nuestra economía es particular, la magnitud tan drástica de los desequilibrios (especialmente el externo) y la inconsistencia y transitoriedad de las políticas tomadas hasta la fecha, amplían las posibles alternativas de evolución futura.

Seguidamente hay que dejar aclarada desde el inicio, la naturaleza de los desequilibrios externo e interno peruanos en el futuro próximo. Específicamente, el hecho de que la inflación esté asociada a un déficit establecería aparentemente la posibilidad de un ajuste automático vía la reducción endógena en la oferta monetaria al caer las Reservas Internacionales; pero esa opción de ajuste es de transitoria duración en un país que como el nuestro tenía ya un saldo negativo de Reservas Internacionales Netas de US \$ 1,100 millones a Diciembre de 1977. Esta situación es insostenible en el medio plazo, tanto por los costos financieros como por la capacidad de endeudamiento que ella implica. Entonces es sensato suponer que la economía de alguna manera tratará de recuperar reservas; según proyecciones oficiales desde 1980 se entrará en un proceso de recuperación de reservas que bien puede durar de 4 a 5 años. Si ésto es así en el futuro próximo la economía se encontrará en una situación de inflación con superávit en la balanza de pagos y tasas de cambio flexibles, situación de por sí inestable pues el saldo positivo en balanza de pagos generaría presiones adicionales en la tasa de inflación. En resumen la situación en el plazo inmediato es de inflación con déficit; aquí una política de recorte de demanda correría en la misma dirección que el déficit; sin embargo, a partir de 1980 la misma política podría ser parcialmente (o totalmente) compensada por el superávit en Balanza de Pagos.

Conviene ahora establecer las magnitudes relativas de los desequilibrios externo e interno para así establecer cuáles son las restricciones más urgentes que se pueden presentar en el futuro próximo. En cuanto a la situación interna, la inflación hasta 1977 no superó el 40% lo cual es un índice peligroso pero no sustancialmente alto si se le compara con países como Brasil, Argentina y Chile; la recesión recién en 1977 esta llegando a reducir el ingreso per cápita de la población. En suma la situación interna no es en este momento extrema, aunque tanto la inflación como la recesión se insinúan como problemas potencialmente fuertes ya desde el año pasado. Por otro lado en el sector externo ocurre un poco lo contrario, si nos centramos en el deterioro corriente externo (el cual es el que domina la balanza de pagos a partir de 1975) observamos, que ya desde

1974 el déficit corriente externo superaba el 400/o de las Exportaciones, llegando en 1975 a 880/o y en los años siguientes se mantuvo por encima del 500/o aunque decreciendo (ver Cuadro No. 1). Esta situación que es grave y acumulativa determinó que el desequilibrio externo sea el problema de primer orden en la actualidad. Es destacable notar que es precisamente el desequilibrio externo y su magnitud el que explica el relativamente limitado deterioro interno experimentado hasta la actualidad y es a su vez la imposibilidad de mantener este volúmen de desequilibrio externo la que ya desde 1977 agrava el problema interno aceleradamente: en resumen, ya desde 1977 se empieza a sentir con fuerza la restricción externa y ella estará vigente en el futuro próximo y por tanto es necesario tomarla en cuenta en cualquier análisis de la evolución futura de la economía.

Concretando, el camino que debe seguir el Perú en los años próximos, ya lo ha empezado a recorrer, aunque vacilantemente desde 1976. Específicamente, el volúmen y la estructura (concentración) de la deuda externa, la que a Diciembre de 1977 era de US \$ 8.3 millones; imponen una restricción decisiva a las alternativas de estabilización que el país puede seleccionar. El problema de la inflación, se está haciendo persistente, pero no ha sido tan agudo como el problema externo. El problema de la recesión es un sub-producto obligado de las políticas de estabilización, problema que recién esta apareciendo en magnitud significativa y cuya dimensión y persistencia dependerá inicialmente de la velocidad de movilización y de los factores productivos hacia las áreas de exportación y de la velocidad con que se quiera alcanzar el equilibrio externo y la estabilización de los precios.

Dado el espíritu gradualista que se plantea en las exposiciones oficiales recientes sobre política macroeconómica; y suponiendo que éste se mantenga; estimamos que el período de recesión económica en el Perú no puede ser menor de cinco a seis años, básicamente porque la opción gradual implica una reducción también gradual de las importaciones y ésto aunado a que ya esta funcionando a plena capacidad la exportación tradicional trae como consecuencia una recuperación bastante lenta de Reservas Internacionales Netas. Según proyecciones del Gobierno inclusive a fines de éste año seguiremos perdiendo Reservas (se estima que las Reservas Internacionales Netas estarán en aproximadamente -1,300 millones a Diciembre de 1978). Si lo anterior se cumple, ello implica que es recién desde 1980 que se espera empezar a recuperar Reservas, lo cual es también difícil de lograr con una alternativa gradual, si por otro lado se conoce, aunque no con exactitud, que parte de la deuda refinanciada durante el año 1977 se empezará a amortizar precisamente a partir de 1980. Suponiendo que

entremos a un período de recuperación de RIN a partir de 1980; esto implicaría desde el lado financiero una fuerte restricción a la expansión del crédito interno si es que simultáneamente se quiere controlar la inflación. Más específicamente se crea una fuerte restricción adicional a la expansión del crédito público y así al déficit del gobierno. Supongamos que el período de recuperación de Reservas se plantea bajo un sistema de cambios flexibles; en este contexto la economía presentaría un sesgo inflacionario en dicho período, específicamente si no se quiere restringir mucho el crédito privado que esta asociado a la producción y existen dificultades, como hasta ahora las han habido para restringir el crédito público. En dicho contexto la recuperación de reservas traería una expansión monetaria y por tanto una presión simultánea sobre el nivel de precios y el tipo de cambio. Es bastante probable que en el Perú se adopte una tasa de cambios flexible en dicho período pues ésta es la única manera de evitar que el desequilibrio interno se transfiera al sector externo. Sería inconcebible que durante éste período de recuperación de RIN haya un paso significativo hacia atrás, pues justamente, de la capacidad de recuperar activos internacionales netos de corto plazo depende la capacidad de reestructurar la elevada deuda externa de mediano y largo plazo y obviamente una de las condiciones principales de refinanciación es, que el país muestre capacidad permanente y acumulativa de recuperar reservas⁷.

En resumen, la restricción externa marcará la evolución futura de la economía peruana. En el futuro inmediato se vislumbra una agudización tanto de la inflación como de la recesión interna, pues el recorte de financiamiento que se está planteando aunado a la política de reajuste de precios a la par de la devaluación y, el déficit de pagos externo, determinan en el plazo inmediato una presión inflacionaria de costos y un ajuste del sector externo principalmente vía reducción de importaciones, ambos ajustes de carácter recesivo. Luego, a partir de 1980 aproximadamente, la misma restricción externa impondrá un sesgo inflacionario a la economía si es que las políticas de control de demanda se muestran tan inefectivas como se han mostrado hasta la actualidad para restringir el déficit público de manera permanente. La evolución de la producción interna depende de la velocidad de la movilización de los recursos hacia los sectores ligados a la exportación; si esta movilidad es lenta la recuperación también será lenta.

7. El hecho de que ya en 1978 estemos recuperando Reservas, no contradice nuestra perspectiva, pues tanto la recuperación de reservas obtenidas en 1978, como las que se obtendrán en 1979 y 1980, se deben a la fuerte refinanciación de la deuda externa peruana, concertadas a fines de 1978, por tanto esta es una recuperación "artificial" y lo que puede estar indicando es un "exceso" de refinanciación de deuda externa, y corroborando la alternativa gradualista de la política macroeconómica seguida.

CUADRO 3
Indicadores de Evolución de Demanda Global 1971-1977 (*)
(miles de millones de soles)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Sector Público	7.4	9.4	20.2	30.0	57.8	70.1	101.5
(Gastos menos Ingresos Totales)	(2.80/o)	(3.20/o)	(5.60/o)	(6.70/o)	(10.40/o)	(9.10/o)	(9.60/o)
Sector Privado	-6.1	-8.2	-10.4	0.3	5.0	-11.6	-27.7
(Inversión menos Ahorro)	(-2.30/o)	(-2.80/o)	(-2.90/o)	(0.20/o)	(0.90/o)	(-1.50/o)	(-2.60/o)
Sector Externo	1.3	1.2	9.8	31.2	62.8	58.5	73.8
(Importaciones menos Exportaciones)	(0.50/o)	(0.40/o)	(2.730/o)	(6.970/o)	(11.30/o)	(7.60/o)	(7.00/o)
P B I	264.4	294.7	359.2	447.5	555.6	769.7	1,052.211

NOTAS:

- Formalmente los cálculos de éste cuadro equivalen a las brechas siguientes: $M-X = G-T + I-A$, en las que GASTO total del sector público, T = Ingresos Totales del Sector Público, I = Inversiones Privadas; A = Ahorro Privado, M= Importaciones corrientes y, X = Exportaciones corrientes; tanto las exportaciones como las importaciones incluyen bienes y servicios.
 - Cifras entre paréntesis son porcentajes del PBI.
- (*) Fuente: Fondo Monetario Internacional (doc. interno), Feb. 1977 y estimados preliminares del BCR para 1977.

CUADRO 4

Indicadores de Evolución Financiera 1970 — 1977 (*)

(Tasas de crecimiento real promedio anual)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Crédito Público	7.7	8.0	12.7	9.4	41.3	19.7	44.1	14.7
Crédito Privado	5.6	14.3	11.6	14.7	2.5	-3.5	-3.7	-9.0
Dinero	34.7	10.6	7.1	9.3	6.5	0.7	-11.4	-14.1
Liquidez	22.1	11.6	8.5	9.9	3.0	-1.5	-13.3	-13.5

* Fuente: Elaborado en base a datos originales de "Cuentas Monetarias", B.C.R.

CUADRO 5

Variaciones porcentuales en los componentes de la Ecuación de Cambio
1972 - 1977

	DINERO ¹	PBI ²	Nivel ³ de Precios	Velocidad ⁴ de circulación
1972	14.9	5.8	7.2	-1.9
1973	19.8	6.2	9.5	-4.1
1974	24.4	6.9	16.9	-0.6
1975	24.2	3.3	23.6	2.7
1976	17.8	3.0	33.5	18.7
1977	19.2	-1.2	38.0	17.5

Fuente:

1. "Cuentas Monetarias" B.C.R.
2. "El Peruano" 15.6.1978
3. "Memoria 1976" B.C.R. "Índice de Precios al Consumidor, Lima Metropolitana"
I.N.E.
4. $= (2 + 3) - 1 = 4$.

CUADRO 6

Indicadores de Evolución del Sector Externo 1970-7

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
EXPORTACIONES								
Valor FOB								
(US\$ Millones)	1,034	889	945	1,111	1,503	1,290	1,359	1,726
		(-14.0)	(6.3)	(17.7)	(35.2)	(-14.1)	(5.2)	(27.)
Indice QUANTUM								
(1970 = 100)	100	93.6	101	738	70.8	70.3	66.8	N.D.
		(-6.4)	(8.0)	(-27.0)	(-4.1)	(-1.0)	(-5.0)	
Indice de Precios								
(1970 = 100)	100	91.2	89.4	15.6	195.6	82.	1.7	214.1
		(-7.8)	(2.0)	(52.0)	(44.0)	(7.0)	(48.6)	(-21.8)
IMPORTACIONES								
Valor FOB								
(US\$ Millones)	699	730	812	1,033	1,908	2,390	2,100	2,164
		(4.3)	(11.2)	(27.2)	(84.8)	(25.2)	(-12.1)	(3.0)
Indice QUANTUM								
(1970 = 100)	100	116.3	112.4	138.7	156.6	218.8	171.3	N.D.
		(16.3)	(-3.4)	(23.0)	(12.9)	(39.7)	(-21.8)	
Indice Precios								
(1970 = 100)	100	103	113.8	118	156.9	212.5	281.9	231.0
		(3.9)	(10)	(4)	(33)	(35.4)	(32.6)	(-18.1)
TERMINOS DE INTERCAMBIO	100	88.5	78.5	114.9	124.7	86.0	95.4	92.7
		(-11.5)	(-11.3)	(46.4)	(8.5)	(-31.1)	(12.1)	(3.9)
BALANZA DE SERVICIOS	-231.	-232.	-203.	-312	-447	-448	-509	-545
		(0.5)	(12.4)	(-53.5)	(-42.8)	(-0.4)	(-13.6)	(-7)

Nota: Cifras entre paréntesis indican crecimientos porcentuales respecto del año anterior. Existe falta de consistencia interna en las cifras (los cambios en precios más los cambios en cantidades no coinciden con los cambios en valor), por esto hay que tomar la descomposición de las mismas sólo con carácter referencial.