

T. 330-29e

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS



**EL SECTOR EXTERNO Y LAS RESERVAS
INTERNACIONALES PERU 1978 - 1988**

TESIS PARA OPTAR EL TITULO
DE ECONOMISTA

1091

VICTOR AUGUSTO QUISPE ANTON

CALLAO - PERU
1989

UNIVERSIDAD NACIONAL DEL CALLAO

FACULTAD DE ECONOMIA

" EL SECTOR EXTERNO Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES

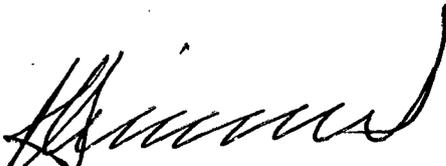
PERU 1978 - 1988 "

TESIS PARA OPTAR EL TITULO DE :

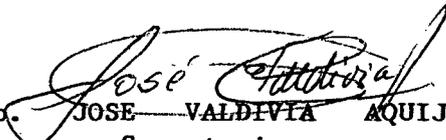
ECONOMISTA

VICTOR AUGUSTO QUISPE ANTON

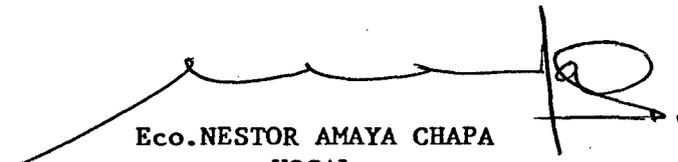
Aprobada ante el siguiente Jurado:



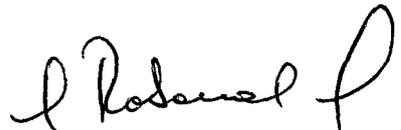
Eco. HERACLIO MESCUA BONIFACIO
Presidente



Eco. JOSE VALDIVIA QUIJE
Secretario



Eco. NESTOR AMAYA CHAPA
VOCAL



Eco. ALEJANDRO RABANAL NUÑEZ
PATROCINADOR

A MIS PADRES Y HERMANOS POR
SU INVALORABLE APOYO Y CARÍÑO

I N D I C E

INTRODUCCION

I. CAPITULO I: MARCO TEORICO

1.1. Antecedentes	1
1.2. Modelo Macroeconómico Abierto	4
1.3. Importancia de las Reservas Internacionales	12
1.4. Nivel de Reservas Internacionales y su variación	13
1.5. Las Reservas Internacionales de los Países miembros del Fondo Monetario Internacional	14

II. CAPITULO II: EL SECTOR EXTERNO EN LA ECONOMIA PERUANA: 1980 - 1988

2.1. Antecedentes	20
2.2. Período 1980-1985	22
2.3. Las Cuentas Externas: 1980-1985	24
2.4. El Sector Externo 1985-1988	27
2.4.1. Evolución del Sector Externo 1985-1988	27
2.4.2. Desarrollo Reciente del Sector Externo: 1987-1988	32

III. CAPITULO III: LA INESTABILIDAD INTERNACIONAL Y EL SECTOR EXTERNO PERUANO

3.1. Inestabilidad de los Ingresos por Exportación	38
3.2. Los Términos de Intercambio	40
3.3. Devaluación, Balanza Comercial y Reservas Internacionales Netas	45

...///

///...

IV. CAPITULO IV: CRITERIOS DE MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

4.1. Generalidades	49
4.2. Reservas Internacionales "Adecuadas"	50
4.2.1. Reservas Internacionales y valor de Comercio Exterior	51
4.2.1.1. Reservas Internacionales "VS" Importaciones	52
4.2.1.2. Reservas Internacionales "VS" Exportaciones e Importaciones	53
4.3. Reservas Internacionales y los Requerimientos externos	54
4.3.1. Las Reservas Internacionales y las Variables Monetarias	56
4.3.1.1. La Liquidez del Sistema Financiero	57
4.4. Nivel Optimo de Reservas Internacionales	

V. CAPITULO V: MODELO DE AGARWAL

5.1. Un Modelo para la determinación del Nivel Optimo de Reservas Internacionales: Modelo de Agarwal	62
CONCLUSIONES	69
RECOMENDACIONES	72
BIBLIOGRAFIA	74

INTRODUCCION

Reflexionar sobre las Reservas Internacionales y su manejo racional, lleva a descifrar el criterio de la autoridad monetaria - **BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU** -, entre quiénes existe consenso en cuanto a los fundamentos básicos de administración de las Reservas Internacionales son la seguridad, liquidez, rentabilidad y reciprocidad, los cuales adquieren connotación y prioridad de acuerdo a la situación existente.

En este contexto, el presente trabajo de tesis tiene como objetivo analizar el manejo de las Reservas Internacionales, a fin de establecer el nivel adecuado, para cubrir desbalances entre los ingresos y egresos de divisas, derivados de las múltiples operaciones comerciales y financieras que diariamente se realizan con el exterior. Así mismo se pretende esbozar un enfoque operativo para la determinación del nivel adecuado de Reservas Internacionales y diseñar una política para su manejo racional.

En el presente trabajo de tesis se parte de las premisas que las dificultades por las que tradicionalmente atravieza la economía peruana tiene su base en el carácter dependiente de su estructura, definida por el alto componente importado incorporado en el coeficiente técnico **Insumo-Producción**.

to; situación que compromete al sector externo y al nivel de las Reservas Internacionales Netas ~~-RIN-~~, especialmente en coyunturas de recesión internacionales. Así mismo, la falta de objetivos explícitos en la aplicación de las políticas económicas han impedido un manejo racional, de un nivel necesario, adecuado y óptimo de Reservas Internacionales Netas, que garantice un crecimiento económico equilibrado, integral, armónico y sostenido.

La memoria de la tesis está compuesta de cuatro capítulos. En el primero, se presentan los soportes teóricos relacionados al Modelo Macroeconómico Abierto, a una breve reseña de historia económica sobre el manejo y el papel de las Reservas Internacionales. En el Capítulo II, analizo el Sector Externo de la Economía Peruana : 1980-1988, tratando de presentar una visión panorámica del contexto nacional en el horizonte temporal objeto de la tesis.

En el capítulo III, se presenta la evidencia empírica de la Inestabilidad Internacional y su influencia e incidencia en el Sector Externo Peruano; referida a la inestabilidad de los ingresos por exportaciones, la tendencia de los Términos de Intercambio y el manejo cambiario, la balanza comercial y las Reservas Internacionales Netas.

En el Capítulo IV, se discuten los criterios de Manejo de la Reservas Internacionales Netas, tanto las

"Adecuadas", "Necesarias" y el "Nivel Optimo".

En el Capítulo V, se presenta un Modelo para la Determinación del Nivel Optimo de Reservas Internacionales. Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones.

C A P I T U L O I

MARCO TEORICO

1.1. Antecedentes

Abordar el análisis de la necesidad de mantener Reservas Internacionales, implica hacer un estudio sobre la demanda por Reservas Internacionales.

En la época del Mercantilismo la demanda de reservas estaba relacionada a la acumulación de metales preciosos : el oro y plata. Los Mercantilistas atribuyeron importancia principal a los metales preciosos, simplemente porque parecían ser, y de hecho lo eran, las formas más aceptadas de riqueza que entonces existían. En una época en que el numerario afluía

a Europa en inmensas cantidades y en que España^a, el recipiente de una gran parte de esta afluencia, ocupaba una posición dominante en los negocios mundiales, era razonable entender que grandeza nacional era sinónimo del dominio sobre los metales y tesoros preciosos.

La acumulación de reservas en oro y plata, se materializó al diseñarse políticas económicas en el comercio exterior que permitieron arrojar saldos positivos en la balanza comercial. Por lo tanto, cada país trataba de vender a los otros una cantidad total de productos de mayor valor monetario que el de sus compras; se buscaba prioritariamente una balanza comercial "favorable" por medios de un exceso de exportaciones sobre las importaciones. Se aplicaron derechos de importación prohibitivos, con el fin de restringir la entrada de productos, con excepción de materias primas necesarias para las industrias nacionales. Se impusieron derechos de exportación para desalentar las exportaciones de materias primas para la manufactura.

Los Mercantilistas, para estimular el comercio de exportación en general otorgaron subvenciones a ciertas industrias que producían artículos para la exportación, se implantaron varias exenciones de impuestos, se anularon las trabas opuestas al libre movimiento del comercio interior por medio de la anulación de los portazgos y otros similares, se concedieron patentes de monopolio a los propietarios de nuevos procedimientos de manufactura, se impulsó la inmigración de trabajadores extranjeros calificados, se dieron subsidios a la navegación y cons-

trucción de navíos, se crearon compañías comerciales a las que se concedían privilegios exclusivos, se fomentó la colonización, se fijaron precios, salarios y condiciones de trabajo, se favoreció el aumento de población; en resumen, se pusieron en práctica un número casi ilimitado de ardides y procedimientos.

En el mercantilismo, en su afán de atesorar metales preciosos, se reorientó toda la maquinaria de la nación para dar apoyo a un programa que parecía de una lógica admirable. El Estado se convirtió no sólo en la unidad política natural, sino también en la unidad económica natural. Hasta entonces, nunca se había glorificado tanto a la habilidad de estadista como fuente principal de la prosperidad económica.

Para J. M. Keynes (1), la importancia de mantener activos de reserva, están orientadas para prevenir situaciones de emergencia nacional, es decir, por motivos de precaución para atender las contingencias que requieren gastos repentinos y las oportunidades imprevistas de compras ventajosas, así como, conservar un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para responder una obligación fijada en dinero.

El motivo especulación de conservar Reservas Internacionales Netas, está relacionada a su composición de mantener una cartera con distintos tipos de activos (corrientes y no corrientes o fijos o cuasi-fijos) y éstos dependen de su rendimiento en función de la tasa de interés, debido a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos.

(1) J.M. Keynes "Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero", pág. 176.

1.2 Modelo Macroeconómico Abierto (M M A)

En el Modelo Macroeconómico Abierto se incorpora el sector externo, es decir se analiza el comercio exterior y su influencia en la economía. Puesto que todas las economías tienen relaciones con el exterior, todas son abiertas. Veamos algunas herramientas de análisis :

- **La Balanza de Pagos** : Es el registro de las transacciones de los residentes de un país con el resto del mundo. Comprende : 1. La Cuenta Corriente registra el intercambio de bienes y servicios, así como las transferencias; 2. La Cuenta de Capital registra la compra y venta de activos.

- **Superávit y Déficit** : Cualquier transacción internacional que dé lugar a un pago por parte de los residentes del Perú es una rúbrica del déficit. La balanza de pagos global es la suma de las cuentas corrientes y de capital. Si tanto la cuenta corriente como la de capital tiene un déficit, en tonces la balanza de pagos global también lo tienen; cuando tiene un superávit y la otra tiene un déficit de exactamente la misma cuantía, el saldo de la balanza de pagos global es cero, es decir, no hay ni superávit ni déficit.

- **Los Pagos Internacionales** : El Banco Central de Reserva y los bancos centrales extranjeros proporcionan la moneda extranjera necesaria para hacer pagos al exterior, y la cantidad neta ofrecida es las transacciones oficiales de reservas.

- **Tipos de Cambio Fijos** : En un sistema de tipos de cambios fijos, los bancos centrales extranjeros están dispuestos

a comprar y vender sus monedas a un precio fijado en dólares, teniendo que financiar cualquier superávit o déficit de la balanza de pagos que surja al tipo de cambio oficial. Lo hacen simplemente comprando o vendiendo toda la moneda extranjera que no son ofrecidas por las transacciones privadas. La tasa de cambio fijo opera como cualquier otro esquema de precio subvencionado, donde el Banco Central de Reserva tiene que suplir el exceso de demanda o tiene que absorber el exceso de oferta.

Con el fin de asegurar que la tasa de cambio permanezca fijo, es necesario mantener un inventario de divisas que se puedan vender a cambio de moneda doméstica, de esta forma, los bancos centrales tienen reservas de dólares y oro que podrían ser vendidas por dólares que vendieran en el mercado cuando había un exceso de demanda por dólares; inversamente, cuando hay un exceso de oferta de dólares, podría acaparar los dólares.

Qué determina la intervención en la cantidad de intercambio de divisas que tiene que hacer el Banco Central de Reserva en el sistema de tasa de cambio fija? La balanza de pagos mide la cantidad de divisas que tienen que intervenir por los bancos centrales, y por el tiempo que un banco central extranjero necesite tener las reservas necesarias, puede continuar interviniendo en el mercado de divisas para mantener la tasa de cambio constante. Sin embargo, si un país mantiene déficit persistentes en la balanza de pagos, el banco central puede quedarse eventualmente sin divisas y estar incapacitado para continuar su intervención.

Antes de que este punto sea alcanzado es probable que el banco central decida que no puede mantener por más tiempo la tasa de cambio y devalúe la moneda.

- **Tasas de Cambio Flexibles** : Los bancos centrales permiten que la tasa de cambio se ajusten hasta igualar la oferta o demanda de divisas. Los términos tasa flexible y flotante son utilizadas de forma intercambiada. En un sistema de tasa de cambio flotante los bancos centrales se hacen completamente a un lado y dejan que la tasa de cambio se determine libremente en el mercado de divisas.

- **Equilibrio Externo, Moneda y Precios** : Supone que los precios locales no responden a todos los cambios de la demanda. La demanda agregada depende del nivel de precios. A un alto nivel de precios el resultado es de saldos reales más bajos, tasas de interés más altas y gastos más bajos. En una economía abierta es más complicado porque un incremento en los precios reduce la demanda de nuestros bienes, debido a un tasa de interés más alta; y a que un incremento en nuestros precios hace que nuestros bienes sean menos competitivos frente a los bienes de producción extranjera.

Cuando los precios de los bienes domésticos se elevan, y según una tasa de cambio dada, nuestros bienes llegan hacer relativamente más baratos para nosotros al comprarlos. Un aumento de nuestros precios es entonces un aumento del precio relativo de los bienes que producimos y desvía la demanda de nuestros bienes hacia las importaciones, como también reduce las exporta-

ciones. Entonces, un aumento en nuestro nivel de precios reduce la demanda de nuestros bienes tanto por incremento de la tasa de interés (reduciendo la demanda de inversión), como por una reducción neta de las exportaciones, haciendo que los bienes que producimos sean relativamente más caros que los bienes producidos en el extranjero.

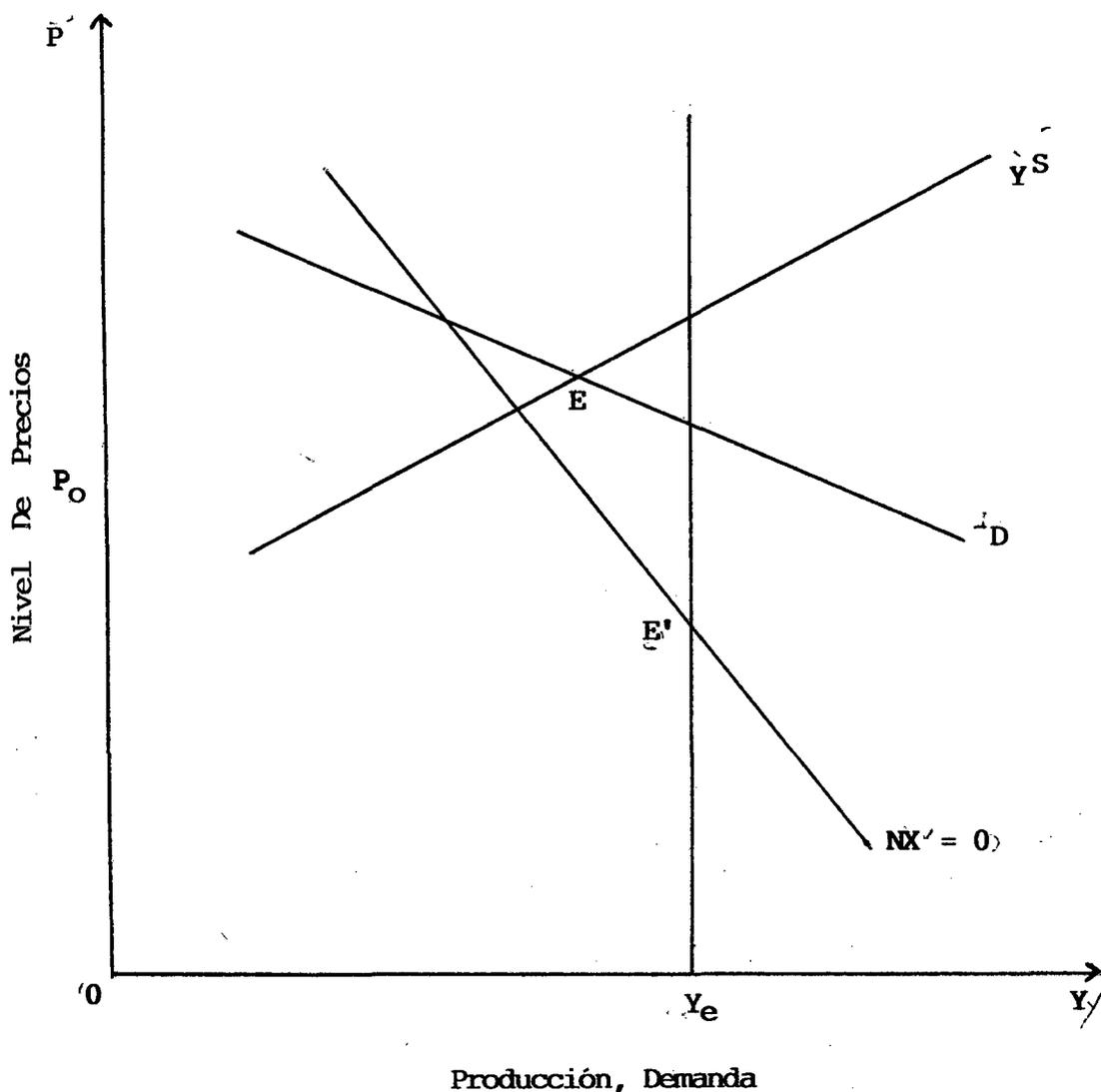
En el Gráfico I, se muestra que el sesgo hacia abajo, D , en el horario de la demanda de bienes, demanda (D), que es igual al gasto agregado de los residentes locales A , más las exportaciones netas NX :

$$D = A + NX$$

La demanda de bienes locales D está dibujada para un nivel dado de precios externos, oferta nominal de dinero y una política fiscal dada. Recordemos también que la tasa de cambio es fija y que un aumento en el stock de dinero nominal desvía el horario hacia arriba, como lo hace una política fiscal expansionaria.

La curva Y^S es la oferta agregada a corto plazo y el nivel de pleno empleo de la producción Y_p . El equilibrio inicial es el punto E , donde tenemos desempleo.

GRAFICO I



La curva que presenta el equilibrio de la balanza comercial, $NX = 0$. ¿Cómo un aumento en nuestro ingreso hace crecer las importaciones y empeora la balanza comercial? Para restaurar el equilibrio, los precios locales deberán haber bajado, lo que hace al propio país más competitivo, creciendo en esta forma las exportaciones y reduciendo las importaciones; esto explica la forma de la curva $NX \cong 0$ del equilibrio de la

balanza comercial con un sesgo hacia abajo.

Suponemos que la curva **NX** es aplanada en el lado de demanda de bienes locales, dibujada según un nivel de precios dado en el exterior. El equilibrio a corto plazo en el punto **E** es donde el propio país tiene un déficit comercial. Los precios son también más altos a fin de que haya equilibrio de exportación-importación. Con el propósito de mejorar el equilibrio de la balanza comercial tendríamos que llegar a ser más competitivos, es decir, exportando más e importando menos. Alternativamente, podríamos reducir nuestro nivel de ingreso con le objetivo de reducir el gasto de importación.

- **El Proceso de Ajuste** : Consideremos luego las opciones políticas desde un punto de vista del equilibrio externo e interno. En el punto **E** hay tanto desempleo como déficit y para restaurar el pleno empleo, deberíamos expandir la demanda agregada y esperar también que los precios y salarios bajen lo suficiente como para que se eleve la demanda de nuestros bienes a través de la tasa de interes y se incrementen los canales de las exportaciones netas. Para restaurar el equilibrio tenemos que lograr, desde el punto de vista externo, la declinación de los precios o del ingreso.

En el punto **E** tenemos un equilibrio tanto interno como externo. En **E'** tenemos pleno empleo y equilibrio comercial, pero no hemos podido lograr en este punto que los precios locales, con excepción de atravesar por una larga recesión, se reduzcan lo suficiente como para desviar la curva de la demanda agregada hacia abajo. Este proceso de ajuste ocurriría si el go-

bierno no persiguiera ninguna política de estabilización sino que simplemente estabilizará la tasa de cambio, proceso que es sumamente importante como para no reservarle una mayor atención.

Analicemos primero el aspecto de la demanda agregada. Hay una relación entre las tenencias de divisas por el Banco Central de Reserva y la oferta local de dinero, suponiendo que no hay esterilización. Cuando el Banco Central de Reserva estabiliza la tasa de cambio, vendiendo divisas, reduce la base monetaria local y por consiguiente el Stock monetario, que es exactamente lo que sucede en los casos de déficit fiscal, de suerte que el déficit comercial en el punto E implica que el Banco Central de Reserva está estabilizando la tasa de cambio, vendiendo divisas para mantener la tasa de depreciación y reduciendo los stocks locales de dinero. Se sigue de inmediato que por el lado de la demanda agregada (que está dado para una oferta dada de dinero), se desviará hacia abajo y a la izquierda.

Del lado de la demanda agregada recordamos que el desempleo conduce a la baja de los salarios y de los costos, lo cual es reflejado por el lado de la desviación hacia abajo de la oferta agregada. Sin embargo, en el tiempo, el punto E de equilibrio a corto plazo, hace mover hacia abajo tanto la desviación de la curva de la oferta como de la demanda. Los puntos de equilibrio a corto plazo se mueven en la dirección del punto E', proceso que continuará hasta que ese punto sea alcanzado.

El punto E' , representa el equilibrio a largo plazo, donde la balanza comercial estará en equilibrio, no habrá presiones sobre la tasa de cambio y, por tanto, no se requerirá de la intervención en el mercado de divisas. Por el lado de la oferta se habrá logrado el pleno empleo y como los costos y los salarios son constantes, no habrá desviaciones de la curva de oferta. En E' tenemos una combinación de precios relativos, demanda y empleo que producen equilibrio tanto interno como externo. El ajuste del nivel de precios asegura que podremos tener a largo plazo tanto pleno empleo como equilibrio de la balanza comercial (2).

El proceso de ajuste descrito, es el proceso de ajuste clásico, que relaciona críticamente el ajuste de precios y el ajuste en la oferta de dinero, basados en la balanza comercial. El proceso de ajuste opera en el sentido de movilizar la economía a largo plazo hacia el equilibrio interno y externo de la balanza. Sin embargo, el mecanismo está lejos de ser atractivo, pues no es ningún éxito para una

(2) Dornbusch y Fischer "Macroeconomía", Pág. 574

recesión lenta que termina reduciendo los precios. Una política mucho más atractiva es recurrir a las políticas de manejo de los desembolsos, o las modificaciones de la tasa de cambio, como medio de lograr el equilibrio interno y externo.

1.3 Importancia de las Reservas Internacionales

El nivel de reservas internacionales de una país es importante para atender desbalances entre los egresos e ingresos de divisas, derivados de las múltiples operaciones comerciales y financieras que diariamente se realizan con el exterior.

Estos desbalances puede ser transitorios, como un elevado desembolso por cancelación de deuda externa, o de carácter permanente, como una persistente caída en los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación (cobre, petróleo y derivados, plomo, hierro, plata). Los desequilibrios transitorios son mayormente cubiertos mediante el uso de las reservas, mientras que los permanente pueden requerir, adicionalmente, de préstamos provenientes del exterior. Estos créditos pueden solicitarse a la banca internacional al Fondo Monetario

Internacional (FMI), siendo más favorables las condiciones financieras de los préstamos otorgados por ésta institución.

Cuando se presentan los desequilibrios en la brecha externa demanda la adopción de políticas de ajuste de corto y mediano plazo, según su naturaleza. Más aún, cuando se presentan desbalances en las cuentas externas es difícil determinar cuánto van a durar, por lo que se hace indispensable tomar medidas tanto correctiva como de previsión.

1.4 Nivel de Reservas Internacionales y su Variación

El nivel de reservas internacionales está relacionado al margen de seguridad de que dispone el país para hacer frente a situaciones en las que el egreso de moneda extranjera excede al ingreso; en estos casos es obvio que su nivel descenderá. Por el contrario, en situaciones en que los ingresos de divisas excedan a los desembolsos, el nivel de reservas internacionales se incrementará.

El valor de las reservas internacionales a una fecha determinada, expresa su nivel acumulado a dicho momento, es decir, el STOCK de Reservas Internacionales. Mientras que su variación entre dos períodos evidencia el incremento o pérdida durante ese tiempo, es decir el flujo de reservas internacionales de éstas en el período.

La balanza de pagos de un país es el registro sistemático del valor de todas las operaciones comerciales y financieras con el exterior durante un período determinado, es decir del

flujo de ingresos y egresos de moneda extranjera ocurrido en este lapso, su resultado se traduce simultáneamente en la variación de las reservas internacionales.

1.5 Las Reservas Internacionales de los Países Miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI): Período 1983 - 1987

Michael Dealtry, Gerente del Banco de Pagos Internacionales en su artículo titulado "Reserves and International Liquidity" (1), analiza el aumento de las reservas internacionales en 1983-1987, sus causas y consecuencias, así como la distribución de las reservas entre los países. En relación al aumento de las reservas, el autor distingue dos etapas en el aumento de las reservas internacionales, excluido el oro : el período 1983- 1985 y el período posterior a 1985, sostiene que el aumento de las reservas, medido a tipo de cambio constante, fue de unos US \$ 77,000 millones en la primera etapa y US \$ 181,000 millones en la segunda.

El aumento mucho más acelerado de la segunda etapa evidencia el gran volumen de compras de dólares efectuadas por los Bancos Centrales en 1987 con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio de esta moneda. El estudio de la composición monetarias de las reservas, muestra que, en dólares corrientes, las proporciones correspondientes a las tres principales monedas de reserva

- El dólar de EE.UU., el marco alemán y el yen -no variaron mucho entre 1983 y 1987. En cambio, expresada en dólares

(1) Boletín del FMI - 7 de noviembre de 1988 - Pág. 350

constantes (al valor de fines de 1982), la proporción del total de reservas de divisas correspondiente a las reservas en dólares aumentó del 72% al 77% en el período de análisis.

En ese mismo período fluctuaron en forma pronunciada las proporciones - en dólares corrientes y constantes de las tres principales monedas de reserva-. En particular, la proporción de reservas en dólares disminuyó entre 1983 - 1987, se observa que la variación de la composición monetaria de las reservas internacionales (de divisas) no parece haber obedecido salvo, en cierta medida, en 1987 - a la variación de las preferencias de los países con respecto a determinadas monedas de reserva, sino más bien - principalmente- a la política cambiaria adoptada y a la necesidades de financiamiento de la balanza de pagos de los países.

Dealtry demuestra que la distribución de las reservas entre los diversos grupos de países varió en forma pronunciada, así tenemos :

a) Aumento del 52% al 61% la proporción de reservas excluido el oro de los países industrializados.

b) Se redujo en más de la mitad (del 22% al 10%) la proporción correspondiente a los países exportadores de petróleo.

c) La proporción correspondiente a los países en desarrollo no petroleros aumentó del 26% al 29%; no obstante, si se excluye Taiwan, la proporción se redujo del 24% al 20%.

En el período 1983 - 1987, las reservas en dólares fueron las que aumentaron en mayor proporción. Según Dealtry, los Bancos Centrales de los países - excepto EE.UU.- decidieron

incrementar sus reservas principalmente para desacelerar o estabilizar el aumento de valor de la moneda nacional frente al dólar.

El autor señala que en 1983 - 1987, el déficit agregado de la balanza en cuenta corriente Estados Unidos ascendió a **US \$ 572,000** millones. No obstante, la evolución del total de reservas en dólares durante ese período indica que no existe una relación simple entre ésta y la balanza de pagos de Estados Unidos. En 1983 - 1985, período en que el déficit medio de la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos fue de **US \$ 270,000** millones, el aumento de las reservas en dólares no superó los **US \$ 11,000** millones, en tanto que en 1986 - 1987, período en que el déficit medio de Estados Unidos fue de unos **US \$300,000** millones, el aumento de las reservas en dólares fue muy superior a los **US \$ 150,000**.

Cabe preguntarse : ¿Porqué en la primera etapa 1983-1985, los inversionistas privados aceptaron todos los títulos de crédito frente a Estados Unidos que eran la contraparte del déficit de la balanza en cuenta corriente de ese país? y ¿Porqué la acumulación de activos en dólares por parte del sector privado dejó paso a una acumulación de dólares por parte de sector público? La respuesta según Dealtry, tiene que ver mucho con la evolución del tipo de cambio del dólar. en efecto en la primera etapa el aumento de valor del dólar se vió favorecido por una intensa demanda privada de activos de Estados Unidos, que a su vez hizo que se mantuviera esta demanda y que se perpe-

tuara el déficit de la balanza en cuenta corriente. En la segunda etapa, como consecuencia del aumento del déficit de la balanza en cuenta corrientes y la consiguiente pérdida de confianza de los inversionistas privados en el dólar, se depreció esta moneda a tal punto que los bancos centrales se vieron en la necesidad de intervenir en gran escala. En consecuencia aumentaron considerablemente las reservas en dólares.

Las consecuencias del aumento de las reservas al comparar 1983 con la de 1987, Dealtry señala que en 1983 podían distinguirse dos grandes grupos de países. El primero : los países industriales, algunos países de la OPEP y casi todos los países en desarrollo no petroleros de Asia. Este grupo contaba con adecuados niveles de reserva y un acceso expedito a las fuentes de crédito. El otro grupo comprendía el resto del mundo en desarrollo y la mayor parte de los países de Europa Oriental. La mayoría de estos países poseían exiguas reservas y escasas posibilidades de obtener crédito. Dealtry señala que este contraste se ha vuelto más pronunciado desde fines de 1982, y que la situación de algunos países miembros de la OPEP ha empeorado, pero no en medida tal que se justifique incluirlos en la segunda categoría.

En lo que concierne a los países industriales, la relación entre las reservas y la importación aumentó en 1983 y 1987, lo que obedeció a una cierta expansión de las reservas, pero estos coeficientes no son excesivos en perspectiva histórica.

Con respecto a los países en desarrollo, la situación

de "iliquidez" que existe en muchos de ellos, así como el aumento de las reservas en el mundo industrial, obedece en gran medida a los problemas de ajuste aún no resueltos. Mientras no se superen esos problemas, es improbable que estos países puedan beneficiarse con la creación de reservas mediante futuros déficits de la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos, o que vuelvan a obtener acceso al crédito espontáneo de los mercados internacionales.

Dealtry observa que la evolución de las reservas desde los primeros años de la década hasta la actualidad permite enunciar dos grandes conclusiones : Primero, que el fenómeno de escasez internacional de reservas, previsto hace algún tiempo, sigue pareciendo tan distante como siempre; Segundo que el sistema monetario sigue generando su propio aumento de reservas, a veces a gran escala y básicamente en forma de aumento de las divisas.

CAPITULO II

EL SECTOR EXTERNO DE LA ECONOMIA PERUANA : 1980-1988

2.1 ANTECEDENTES

Entre 1970 y 1978, la economía peruana registró un crecimiento sostenido anual superior al 6%, a partir del cual entró en un período de franco deterioro, registrándose un crecimiento promedio anual menor al 1% hasta 1978. (Ver cuadro Nº 2.1).

La inflación interna que hasta 1974 fue menor al 20% anual, se aceleró alcanzando en 1978 un ritmo de 74%. Ello ante la elevada tasa de crecimiento poblacional, representó



una reducción del ingreso per cápita de 1.6% anual en promedio y una sensible disminución en el nivel de empleo.

Por otra parte, la inversión en el país registró un importante aumento de su participación en el PBI hasta 1975, siendo equivalente en dicho año al 19.7%. Sin embargo dicha participación fue disminuyendo, hasta alcanzar 14.3% en 1979.

A partir de 1975, la balanza de pagos peruana registró una considerable pérdida de Reservas Internacionales Netas, debido en gran medida al marcado deterioro en la cuenta corriente, la cual alcanzó un déficit en dicho año superior al 11% de PBI. Este deterioro, aunado al menor financiamiento externo, implicó que las Reservas Internacionales Netas se volvieran negativas a partir de 1978 (-US \$ 1,222 millones).

Los factores principales que determinaron dicha evolución desfavorable fueron; (1) Deterioro de los términos de intercambio a partir de 1975, (2) el aumento de las importaciones, y (3) el creciente servicio de la deuda pública externa.

El año 1979 marcó un cambio significativo en la evolución económica, influido de manera determinante por el favorable contexto de precios internacionales iniciado a fines del año 1978. Después de dos años de continua reducción en el nivel de actividad económica, ésta aumentó en 1979 en 4.3%, el déficit del sector público se redujo a 1% del PBI y se generó un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos equivalente al 7% del producto, con una ganancia de Reservas Internacionales Netas del orden de los US \$ 1,600 millones. Ello permitió contar a fines de 1979 con alrededor de US \$ 550 millones de Reser-

vas Internacionales Netas, equivalente a 3 meses de importaciones. Cabe destacar que los precios reales de nuestros productos de exportaciones tradicionales, particularmente mineros y petróleo, aumentaron en 35% y el volumen de nuestras ventas al exterior en 17%. Esto último debido a que la exportación de productos no tradicionales más que se duplicó, en gran medida como consecuencia de efectivas políticas de promoción y a que, desde mediados de 1978 entró en operación el oleoducto.

2.2 PERIODO 1980-1985

Los primeros años de este lustro se caracterizó por una coyuntura favorable en el frente externo. El creciente ingreso de divisas por exportaciones se complementó por un significativo ingreso de capitales frescos, favorecidos por el nuevo gobierno del **Arquitecto Belaúnde Terry**. Así tenemos, los préstamos de mediano y largo plazo destinados al sector público superaron los US \$ 1,900 millones en 1982, comparados con -US \$ 1,100 millones en 1979.

La política económica y en particular la de comercio exterior, estuvieron dirigidas principalmente a combatir la inflación que desde 1975 se fue acelerando; aplicándose la profundización del proceso de liberación de importaciones y la reducción del tipo de cambio real. Así, hacia fines de 1980, el 98% del universo arancelario se encontraba en el sistema de libre importación, con un arancel promedio del 34% y máximo de 60%.

La evolución de los principales agregados macroeconómi-

cos fue: entre 1980 y 1982, el Producto Bruto Interno sólo creció en 2% en promedio anual y la inflación interna fue de alrededor de 70%. Gran parte de este panorama es responsable el entorno internacional de los países industrializados, cuyas políticas monetarias y fiscal de ajuste afectaron las economías de nuestros países. Así tenemos, desde 1979, la inflación de los principales países industrializados alcanzó los dos dígitos y las tasas de interés nominales en los mercados internacionales se elevaron registrándose en 1981 una tasa " prime " promedio superior a 7%, en términos reales; también a mediados de 1981 se inició un marcado deterioro de nuestros términos de intercambio y hacia fines de 1982, el acceso de América Latina al financiamiento externo se volvió muy restringido a partir de la moratoria temporal del servicio de la deuda externa mexicana.

La delicada situación en el frente externo y la política de liberación de las importaciones determinaron que en 1981 las exportaciones se redujesen en 17% y las importaciones aumentaran en 23%, reflejándose en un déficit de la cuenta corriente equivalente al 8.6% del PBI. A lo anterior, se agrega el pago adelantado de la deuda externa, determinando la disminución de US \$ 504 millones en las Reservas Internacionales Netas.

Los resultados de la situación económica de 1981. obligaron a que la prioridad de la política económica se centrara en la protección de las Reservas Internacionales Netas. Así, en junio de 1982 se firmó un acuerdo de facilidad ampliada con el Fondo Monetario Internacional por tres años, basado en un programa de ajuste, cuyos resultados se reflejaron en 1983,

con una caída de 12% en la producción, en la que incidieron además los desastres naturales ocurridos como consecuencia del Fenómeno del Niño.

El apoyo del Fondo Monetario Internacional permitió la refinanciación de los vencimientos del principal de la deuda pública externa de mediano y largo plazo por un período de doce meses con la Banca Internacional y del principal e intereses con el Club de París. También se acordó con la Banca Internacional mantener durante un año la disponibilidad de sus líneas de financiamiento de corto plazo y se renegoció el vencimiento del principal e intereses de la deuda pública de mediano y largo plazo con la URSS hasta fines de 1985.

En 1984, se buscó firmar nuevamente acuerdos de renegociación hasta julio de 1985 con la Banca Internacional y el Club de París; sin embargo el incumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional no permitió concretar dichas negociaciones. La situación externa y las políticas diseñadas determinaron que en 1985 el nivel de actividad del país fuera prácticamente igual al alcanzado a fines de la década anterior. Es decir, la primera mitad de la década de los ochenta fue un período desperdiciado en términos de nuestro crecimiento económico; más aún, en el caso de la actividad industrial, cuyo nivel de producción en 1985 fue menor al alcanzado en 1973.

2.3 LAS CUENTAS EXTERNAS : 1980-1985

Durante el período 1980-1985, el valor de las exportaciones mostró una continua disminución, debido al persistente dete-

rioro de los precios internacionales de nuestros productos tradicionales de exportación y a los menores embarques de aquellos no tradicionales, afectados por el marcado proteccionismo en nuestros principales mercados internacionales.

Los términos de intercambio alcanzaron en 1985 su nivel más deprimido de los últimos 25 años. Lo anterior se debió en gran medida a la menor demanda externa, dado el bajo nivel de actividad económica de los países industrializados y a la permanente incorporación de tecnologías que reducen y sustituyen nuestras materias primas.

El volumen embarcado de productos tradicionales en los años 1981-1985 se incrementó moderadamente, a pesar del mencionado deterioro de los precios internacionales. Sin embargo, este crecimiento sólo permitió alcanzar volúmenes similares a los del inicio de la década del setenta. Las importaciones, que con el proceso de apertura comercial se duplicaron, experimentaron una severa contracción a partir de 1983, como consecuencia de las políticas de ajuste que recesionaron la economía y redujeron considerablemente el nivel de ingresos reales de la población. Así, en 1985, las importaciones per cápita en términos reales alcanzaron un nivel equivalente al de 1950. De este modo, a pesar del continuo deterioro de las exportaciones, a partir de 1982, la Balanza Comercial fue reduciendo su saldo desfavorable, obteniéndose durante 1984-1985 superávits mayores a los US \$ 1,000 millones anuales.

Entre 1979 y 1981 hubo un alto nivel de remesas por utilidades y dividendos de las Empresas petroleras y mineras

extranjeras, como consecuencia de los elevados precios internacionales de éstos productos y, en particular por sus altos niveles de exportación. Esta tendencia se corrigió con el ajuste posterior, así la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, redujo su elevado déficit de los años 1981-1982 a un nivel equivalente a 1.3% del PBI en 1984, logrando incluso un ligero superávit en 1985.

En el período 1980 y 1982, los préstamos del exterior tanto de largo como de corto plazo nuevamente mostraron una tendencia creciente. Sin embargo, a partir de 1983 el flujo de nuevos préstamos experimentó una persistente contracción, alcanzando en 1985 un nivel equivalente a sólo la cuarta parte del obtenido en 1982.

La reducción en el nivel de préstamos, las altas tasas nominales de interés y la acumulación de vencimientos, tanto del nuevo endeudamiento como de las refinanciaciones de 1978-1979, determinaron que en 1983 se tuviera que recurrir nuevamente a la renegociación de la Deuda Pública Externa y, desde mediados de 1984, a una significativa acumulación de impagos. Esto último debido a que el Gobierno no pudo obtener nuevamente la refinanciación de los vencimientos de la deuda pública de mediano y largo plazo.

La evolución de las cuentas externas desde 1980 y hasta julio de 1985, implicó una ganancia de Reservas Internacionales Netas ligeramente superior a los US \$ 300 millones, acumulándose un nivel de Reservas Internacionales Netas de US \$ 868 millones, equivalente a cuatro meses del reducido nivel de importaciones

de bienes y servicios.

2.4 EL SECTOR EXTERNO 1985-1988

2.4.1 EVOLUCION DEL SECTOR EXTERNO 1985-1988

A partir del 28 de julio de 1985 se produjo una modificación sustancial en el manejo de la política y en particular, de la política cambiaria. Hasta mediados del año 1985, se venía experimentando un alto nivel de desempleo y subempleo, acompañado por un proceso recesivo, llegando el PBI per cápita, en términos constantes, a un nivel similar al obtenido el año 1965, Este panorama se complementaba con las elevadas tasas de inflación, que fomentaron expectativas especulativas, dolarizándose la economía y la fuga de capitales, en perjuicio de la inversión productiva.

La desfavorable coyuntura internacional, que repercutió en el deterioro de los términos de intercambio y en las crecientes dificultades en las exportaciones tradicionales y no tradicionales, las elevadas tasas de interés en los mercados internacionales; dificultaron el acceso al financiamiento externo y consiguientemente en el pago de la deuda externa. El Programa Económico Heterodoxo del gobierno del Dr. García contemplaba como objetivo básico **"recuperar el nivel de bienestar de la población"**, propiciándose una mayor producción de bienes y servicios. Por el lado externo, se tomaron las siguientes medidas:

a) Restringir el pago del servicio de la deuda pública externa de mediano y largo plazo a un nivel equivalente al 10% del valor de las exportaciones de bienes y servicios.

b) A partir de agosto de 1986, se limitó por un período de 24 meses las remesas al exterior por concepto de la deuda privada a mediano y largo plazo, así como las de utilidades, regalías y depreciación.

Ambas medidas se diseñaron en la estrategia de garantizar la disponibilidad de divisas para financiar el crecimiento, priorizando el gasto doméstico al del pago del servicio de la deuda externa.

c) Se abandonó el sistema minidevaluaciones diarias de nuestra moneda y, luego de un ajuste del 15% en su valor en los primeros días de agosto de 1985, se congeló hasta diciembre de 1986 el tipo de cambio del Mercado Unico de Cambios (MUC) (1).

d) Se restringió temporalmente la importación de bienes no esenciales.

En cuanto a la política cambiaria, si bien el tipo de cambio del Mercado Unico de Cambio se mantuvo fijo durante los primeros 17 meses, un número creciente de transacciones se trasladaron al Mercado Financiero de Moneda Extranjera (2), generándose una devaluación "encubierta".

Desde agosto de 1986 existieron dos cotizaciones: el tipo de cambio de los certificados de moneda extranjera (cuya cotización fue fijada a un 25% superior al del Mercado Unico de Cambio) y el tipo de cambio de libre circulación, cuyo valor estaba determinado por la Oferta y la Demanda, ver Cuadro Nº 2.4

Complementariamente, con el manejo de instrumentos de carácter tributario y crediticio, fue posible ir incrementan-

(1) Creado por Decreto Ley # 21953 del 7/10/77.

(2) Creada por D.S. # 364-85-EF del 31/07/85.

do gradualmente el tipo de cambio efectivo, tanto para los exportadores como para los importadores.

Asimismo, desde enero de 1987, se han venido aumentando mensualmente el tipo de cambio del Mercado Unico de Cambio y de los Certificados de Moneda Extranjera del Mercado Financiero. La aplicación de las medidas descritas hasta diciembre de 1986, permitieron:

i) Desdolarizar la economía, reduciéndose la participación de la moneda extranjera en la liquidez total de 54% en julio de 1985 a 12% en diciembre de 1986.

ii) Mantenimiento de un nivel adecuado de liquidez internacional, referida tanto a las Reservas Internacionales Netas como por los Activos Internacionales. No obstante las pérdidas de Reservas Internacionales Netas en alrededor de US \$ 450 millones en 1986 su nivel a diciembre de 1986 alcanzó aproximadamente la cifra de US \$ 1,000 millones. Asimismo, el nivel de Activos Internacionales a fines de 1986 fue de US \$ 2,132 millones, equivalente a más de siete meses de importaciones de bienes y servicios.

iii) La situación de la Balanza de Pagos fue preocupante durante 1986 y su evolución comprometió los objetivos del Gobierno, por lo que debió aplicarse una serie de medidas para contrarrestar el efecto sobre el Sector Externo.

iv) La Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos durante 1986 registró un considerable déficit de US \$ 1,055 millones, equivalente al 0.5% del Producto Bruto Interno, fundamentalmente explicado por la eliminación del superávit comercial de más

de US \$ 1,000 millones anuales obtenidos en los años 1984 y 1985. El valor de lo exportado en 1986 se redujo en US \$ 500 millones, aproximadamente 16% respecto al año de 1985, básicamente por el continuo descenso en las cotizaciones internacionales de las materias primas; las exportaciones no tradicionales se redujeron en cerca de US \$ 70 millones durante 1986. Las importaciones de bienes durante 1986 alcanzaron un nivel de US \$2,525 millones, 40% superior al registrado el año anterior; ello estuvo asociado al significativo incremento de la actividad económica, particularmente la actividad industrial creció en 18% y a la mayor importación de alimentos básicos.

v) El ingreso de nuevos capitales de mediano y largo plazo de los Organismos Internacionales, proveedores y de las Agencias y Gobiernos, para el Sector Público, sufrió un recorte de 30% en 1986, lo cual significó que durante dicho año los desembolsos del exterior fuesen sólo la cuarta parte de los recibidos en 1982.

vi) Los capitales privados de mediano y largo plazo así como las líneas de crédito de corto plazo tuvieron una significativa reversión de la tendencia negativa de los años 1983-1985, pues, mientras que en dicho período el egreso neto por ambos conceptos fue de US \$ 500 millones anuales en promedio, durante 1986 se obtuvo por el contrario un ingreso neto de aproximadamente US \$ 220 millones, debido principalmente a la limitación temporal del servicio de la deuda privada y de las remesas de empresas de inversión extranjera. Ver cuadro 2.3

CUADRO No. 2.3

MOVIMIENTO DE CAPITALES EN LA BALANZA DE PAGOS

(Millones de US Dólares)

	1985	1986	1987
I. Balanza en Cuenta Corriente (1)	125	-1,079	-1,495
II Capitales a Largo Plazo	691	630	793
1. Inversión Directa	1	22	25
2. Endeudamiento Neto	690	608	768
a. Público	814	606	664
Desembolsos	693	495	570
Refinanciación (2)	201	-.-	-.-
. De Amortización	182	-.-	-.-
. De Intereses	19	-.-	-.-
Amortización	-1,329	-1,453	-1,591
Otros Capitales (3)	1,249	1,564	1,685
b. Privado	-124	- 2	104
III Capitales a Corto Plazo, Erro- res y Omisiones	-536	- 68	-104
IV Movimiento de RIN (I+II+III)	280	-517	-806

(1) Excluye el costo financiero del servicio impago

(2) Alivios en los acuerdos de renegociaciones firmadas

(3) Movimiento neto de retraso en el pago del Servicio de la deuda ex
terna

Fuente : Memoria BCRP - 1987

2.4.2 DESARROLLO RECIENTE DEL SECTOR EXTERNO: 1987-1988

En 1987, la política económica se inscribió en el marco del esquema aplicado desde agosto de 1985, cuyos principales objetivos han sido el crecimiento económico, la reducción de la inflación y la redistribución del ingreso. Sin embargo, las rigideces de la estructura económica del país y las limitaciones del Programa de Emergencia aplicado, impusieron restricciones al mejor logro de los objetivos planteados. El Producto Bruto Interno (PBI) se incrementó durante 1987 en 7%, cifra muy superior al promedio observado por las economías de los países latinoamericanos en 2%.

Dado la alta dependencia de los sectores productivos tanto de insumos como de bienes de capital importados, así como el paulatino acercamiento a una virtual plena utilización de la capacidad instalada, especialmente en ciertas ramas industriales productivos de insumos básicos determinaron que, dado el contexto de relativa escasez de divisas, el ritmo de crecimiento de la economía peruana inició su tendencia decreciente durante el cuarto trimestre de 1987, para decaer en 1988 en aproximadamente 7%; mientras que, por el lado de la demanda agregada, se generaba presiones sobre la Balanza de Pagos y sobre los precios.

En el sector externo, desde inicios de 1987 se adoptaron diversas medidas de orden cambiario, procurando disminuir sus efectos sobre los precios internos. Al mismo tiempo, se buscó proteger el nivel de Reservas Internacionales Netas, asignándose

las divisas de acuerdo a prioridades sectoriales y en función de la disponibilidad de los mismos. Para ello se creó el Sistema de Presupuesto de Divisas aplicable a la importación de bienes, a los que se sumó el requisito de la Autorización de Cambio otorgada por el Banco Central de Reserva del Perú para el pago de servicios.

En cuanto a la política cambiaria, al inicio de 1987 se adoptó un sistema de mini-devaluaciones mensuales y en julio se procedió a un reordenamiento del sistema cambiario, eliminándose el Mercado Financiero de Moneda Extranjera. Pero, ante el continuo deterioro de la balanza comercial, se modificó el tipo de cambio del Mercado Unico de Cambio en los meses de octubre y diciembre con lo que, al finalizar el período, la tasa cambiaria promedio de comercio exterior experimentó una ganancia de paridad de 12.9% en relación de 1986.

En 1987, se mantuvo la existencia de tipos de cambio diferenciados. El tipo de cambio promedio para las exportaciones se mantuvieron por encima del correspondiente al de las importaciones, generándose de tal modo un diferencial que hubo de ser cubierto por el Banco Central de Reserva. Ante el continuo deterioro de las cuentas del sector externo en el período 1987 - 1988, el Premier Villanueva del Campo anunció en su mensaje al Congreso en 1988, el aumento del tipo de cambio real, es decir, devaluaciones por encima de la inflación y la reducción de la brecha existente entre los tipos de cambio importador y exportador; así mismo se ha producido una liberalización del sistema cambiario. Muchas transacciones con el exterior que

desde muchos años atrás, se desarrollaban con el tipo de cambio del Mercado Unico de Cambios, pasaron al llamado "mercado Libre".

No obstante estas medidas de reordenamiento, a mediados de 1988 el Banco Central de Reserva del Perú prácticamente se quedó sin reservas, por lo que tuvo que recurrirse a la obtención de créditos de corto plazo contra el empeño del oro monetario, lo que significó en un aumento de los pasivos a corto plazo del Banco Central de Reserva en US \$ 65 millones entre marzo y julio de 1988.

La difícil situación del sector externo, que no pudo resolver el Gobierno de Alan García, se reflejó en la disminución de los depósitos que tiene el Banco Central de Reserva del Perú en Bancos del exterior y que sustentan el comercio, bajando a US \$ 1589 millones en diciembre de 1985, pasó a US \$ 1,080 en diciembre de 1986, a US \$ 325 a diciembre de 1987, para alcanzar el nivel más bajo de la coyuntura en agosto de 1988 al registrarse sólo US \$ 105 millones en depósitos en el exterior, conforme se evidencia en el cuadro Nº 2.4.

A pesar de las medidas adoptadas desde 1987, los desequilibrios en la Balanza de Pagos se mantuvieron. En el año 1986 se perdieron US \$ 517 millones, en 1987 igualmente se perdieron US \$ 806 millones de Reservas Internacionales Netas (Ver Cuadro Nº 2.4.). Sin embargo, la opción escogida por el Gobierno de retorno a la ortodoxia, de acelerar los ajustes vía paquetazos, nos han conducido, como en anteriores Gobiernos, al receso de la industria, reducción de salarios reales, acercarnos al proceso hiperinflacionario, a disminuir las importaciones y la secuela

CUADRO No. 2.4

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS

(En Millones de Dólares)

	B. C. R. P.					RESTO SISTEMA			TOTAL
	DEP. EN EL EXTERIOR	ORO (1)	DEG. (1)	OTROS (2)	TOTAL	DEP. EN EL EXT.	OTROS (3)	TOTAL	
1983 (Dic.)	1,151	432	27	136	1,746	311	18	329	2,075
1984 (Dic.)	1,376	432	46	138	1,992	272	24	296	2,288
1985 (Dic.)	1,589	451	51	192	2,283	169	22	191	2,474
1986 (Dic.)	1,080	469	56	256	1,861	237	10	247	2,108
1987 (Ene.)	1,049	421	59	228	1,757	253	16	269	2,026
(Abr.)	922	586	60	295	1,863	227	13	240	2,103
(Jul.)	834	470	58	316	1,678	206	10	216	1,894
(Oct.)	546	535	61	214	1,356	310	16	326	1,682
(Dic)	325	545	65	195	1,130	332	9	341	1,471
1988 (Ene.)	244	552	63	233	1,092	303	10	313	1,405
(Mar.)	161	459	66	202	888	308	12	320	1,208
(Jul.)	113	465	60	246	884	240	9	249	1,133
(Ago.)	105	471	60	230	866	264	11	275	1,141
(Set.)	107	582	60	318	1,067	258	8	266	1,333
(Oct.) 31	159	602	62	299	1,122	297	12	309	1,431
(Nov.)	133	606	63	312	1,114	311	20	331	1,445
(Dic.) 31	146	619	62	298	1,125	299	24	323	1,448

(1) : Incluye aporte al FMI y Oro en garantía. En Marzo 1985 la valuación contable del oro pasó de US \$ 286.33 a US \$ 214.76 por onza Troy. en febrero, marzo y setiembre 1987 dicha valuación fue modificada a US \$ 253.58, US \$ 310, y US \$342.92 por onza Troy, respectivamente.

(2) : Comprende bonos de organismos Internacionales, aporte al FAR, depósitos en Bancos Locales y el efecto por la variación valuación a precios de mercado del oro en garantía.

(3) : Comprende caja y cheques sobre el exterior

Fuente : Nota Semanal No. 5 - Banco Central de Reserva del Perú

Gerencia de Investigaciones Económicas. Lima 02 de febrero 1989

adicional en el costo social que como siempre lo pagan los sectores medios y populares.

C A P I T U L O I I I

LA INESTABILIDAD INTERNACIONAL Y EL

SECTOR EXTERNO PERUANO

La inestabilidad de la economía de los países industrializados afecta a los países del Tercer Mundo, principalmente a través de fluctuaciones erráticas en los precios de sus productos primarios de exportación. Las alteraciones de los precios resultan desfavorables al no permitir un desarrollo estable de sus economías, ya que los ingresos por exportaciones no garantizan reglas estables. Este fenómeno dificulta la aplicación de políticas económicas de mediano

plazo y, la imposibilidad de emprender planes de desarrollo globales.

Un flujo importante de divisas al país puede generar problemas económicos al igual que una caída en los ingresos de divisas; en el primer caso, pueden presentarse presiones inflacionarias como consecuencia de la monetización de los ingresos de divisas; en el segundo caso, ocasiona problemas de balanza de pagos y déficits en las finanzas públicas.

3.1 Inestabilidad de los Ingresos por Exportación

En el Cuadro No. 31 podemos observar las considerables variaciones en el Índice de Precios de Exportaciones Tradicionales, desde su nivel más alto en el año 1980 de 189.5% a su nivel más bajo en el año 1986 de 101.4%. Al evaluar la tendencia de los precios de exportaciones, se observan que entre los años 1979 y 1984 los índices se ubican en niveles por encima del 130%.

CUADRO No. 31

INDICE DE COMERCIO EXTERIOR 1978- 1987

(1978 = 100)

AÑOS	INDICE DE PRECIOS DE EXPORTAC. (1) (I)	INDICE DE VOLUMENES DE EXPORT. TRADICION (2) (II)	INDICE DE PRECIOS DE EXTERN. DE IMPORT. (3) (III)	INDICE DE TERMINOS DE INTERCAMBIO (4) (I/III)	RESERVAS INTERNAC. NETAS (IV)
1978	100.0	100.0	100.0	100.0	-1,025.0
1979	149.1	117.3	111.0	134.3	553.9
1980	189.5	100.9	124.2	152.5	+1,276.2
1981	160.4	98.8	124.8	124.9	771.4
1982	133.0	117.3	129.1	103.0	896.2
1983	146.0	104.3	132.0	110.6	855.9
1984	134.6	109.8	133.3	100.9	1,102.9
1985	118.2	118.1	130.4	90.6	1,382.6
1986(&)	101.4	113.9	153.7	66.0	866.0
1987(&)	109.2	106.7	170.9	63.9	59.9

(&) Preliminar

(1) Ponderado de acuerdo a la estructura de exportación de cada año

(2) Ponderado de acuerdo a la estructura de exportación del año base

(3) Inflación externa relevante para el Perú

(4) Calculado en base al indice de precios de exportación deflactado por el indice de inflación externa

En el cuadro No. 32 se presentan los coeficientes del comercio exterior en el período 1978-87, apreciándose que la balanza en cuenta corriente sólo en los años de marcada recesión hay saldo positivo tales como : 1979 y 1985; resultando negativo los restantes, no viéndose hasta la fecha síntomas de recuperación.

Desde la década pasada el volumen de exportación se ha encontrado en una situación de relativo estancamiento. Es por ello que el valor en dólares de exportación fluctúa básicamente de acorde con los índices de Precios de Exportación. Este problema que tiene carácter estructural se vió escondido en ciertos períodos por los reducidos niveles de importación. a consecuencia de las políticas económicas ortodoxas diseñadas por el F.M.I. tales como: devaluaciones permanentes, aparición del fenómeno estanflacionario-recesivo.

En este panorama de fluctuaciones permanentes en las cotizaciones internacionales de nuestros productos tradicionales y de relativo estancamiento de nuestra capacidad productiva de exportación, es evidente que debe promoverse la ampliación de la capacidad exportadora de la economía peruana, enfatizando la de aquéllos bienes con mayor valor agregado y componente nacional.

3.2 Los Términos de Intercambio

El intercambio desigual, el proceso en virtud del cual los productos básicos de exportación de los países sub-

CUADRO No. 32

COEFICIENTES DE COMERCIO EXTERIOR

PERU : (1978 - 1987)

<u>AÑO</u>	<u>EXPORTAC. FOB</u> PBI	<u>IMPORT. FOB</u> PBI	<u>X + M</u> PBI	<u>BALANZA EN</u> <u>CIA. CIE.</u> PBI
1978	18.2	15.4	33.6	-1.5
1979	26.3	14.0	40.3	6.9
1980	22.7	18.1	40.7	-0.6
1981	16.1	18.8	34.9	-8.6
1982	16.2	18.3	34.5	-7.9
1983	18.7	16.9	35.6	-5.4
1984	18.6	12.6	31.2	-1.3
1985	21.0	12.7	33.7	0.9
1986 (&)	12.7	13.1	25.8	-5.4
1987 (&)	9.7	11.4	21.1	-5.6

(&) Preliminar

Fuente : Memoria BCRP - 1987

desarrollados reciben precios cada vez menores y los productos que importan de los países industrializados se les cobran cada vez más caros, tendencia histórica constante y progresiva, constituye una de las fuentes de inestabilidad y desequilibrio de las cuentas del sector externo de los países pobres.

Conforme lo señala **Prebish (1)**, el deterioro de los términos de intercambio no se resolverá por sí mismo, pues, mientras los países en desarrollo no atinen a corregir su falta de dinamismo - lo que insumirá mucho tiempo- o si sobrevienen dificultades que no es posible resolver mediante las mejoras tecnológicas en el desarrollo de la producción primaria de exportación.

Para evaluar el desarrollo de esta capacidad de intercambio se ha elaborado un índice de precios de embarque de nuestras principales exportaciones tradicionales y otro de los precios internacionales de las importaciones peruanas, ambos con base 1978 (**Ver Cuadro No. 31**)

El índice de precios de exportación tradicional muestra como van evolucionando sus precios corrientes (**Columna I**), mientras que el índice de precios externos de nuestras importaciones indica como van creciendo los precios corrientes de todo aquello que adquirimos del exterior (**Columna II**). Si en un año, el crecimiento de los precios de importación supera a los de exportación, concluiremos que en ese año se ha experimentado una disminución en el poder de compra de nues-

(1) Raúl Prebish "Los Problemas del Desarrollo de los Países Periféricos y los Términos de Intercambio"
Pág. 332

tras exportaciones, es decir, un deterioro en nuestros términos de intercambio (**Columna III**)

¿Qué muestra la última década en relación con los términos de intercambio? Para nuestras exportaciones tradicionales, observamos que no existe un deterioro secular en los términos de intercambio, pero que sí nuestro comercio exterior está dominado por movimientos cíclicos de ganancias y pérdidas en los mismos.

En la última década se observa que en el período 1979 - 1983 existió una ganancia en los términos de intercambio, mostrando una tendencia decreciente a partir de éste último año. Mientras en el año 1980, el poder de compra de nuestras exportaciones tradicionales estuvieron en un 52.5% por encima del nivel alcanzado en 1978; en el año 1987, se encuentra en 36.1% por debajo, es decir registró pérdida.

Las fluctuaciones del poder de compra externo, consecuencia de la evolución de las cotizaciones internacionales, han influido significativamente en el nivel de reservas y revela una evolución paralela de ambas variables conforme se evidencia en las **Columnas III y IV**. Así, cuando el poder de compra experimentó una significativa recuperación en el año 1980, con un Índice de Términos de Intercambio de 152.5% consecuencia de la evolución de las cotizaciones internacionales, han influido significativamente en el nivel de reservas en dicho año, las que fueron de 1,276.2 millones de dólares; a su vez, estas

experimentan tendencias decrecientes cuando atravesamos por períodos de deterioro en el poder de compra, conforme viene ocurriendo a partir de 1986.

Estos problemas de inestabilidad internacional seguirán afectando la economía de los países del Tercer Mundo, mientras persista la política proteccionista de las potencias capitalistas industrializadas, mientras continúe la práctica del dumping con productos subsidiados que arrebatan mercados y deprimen precios de exportación de los cuales viven muchos países del tercer mundo; mientras puedan imponerse políticas monetarias, en virtud de las cuales se pague el interés que determinen los países imperialistas; mientras nos presten un moneda que tiene un valor y nos la cobre con un valor superior, mientras no sustraigan los capitales que necesitamos para el desarrollo, mientras nos impongan métodos y recetas como los de la Escuela de Chicago de corte ortodoxa.

3.3.- Devaluación, Balanza Comercial y Reservas Internacionales Netas

Con la finalidad de corregir los desequilibrios externos se recurre a la devaluación, por lo que es necesario indagar por la eficacia de esta política en la corrección de las brechas externas. Es importante distinguir entre balanza comercial a precios externos y a precios internos. Para objetivos de análisis de las reservas internacionales, la balanza comercial a precios externos es lo que importa.

Una devaluación casi siempre debería favorecer a la balanza comercial a precios externos. En la medida que la demanda por importaciones y a la oferta de exportaciones sea de algún modo afectadas por los precios relativos y la elasticidad de la demanda por exportaciones del país sea mayor que uno, la balanza comercial mejorará.

La mayoría de estudios empíricos sugieren que las elasticidades relevantes reúnen estas condiciones. Khan (1974) examinó a 15 países en desarrollo y encontró que casi todos presentan elasticidades-precio de demanda por importaciones mayores que uno. Si un país afronta una demanda inelástica para sus exportaciones, entonces una devaluación podría empeorar sus términos de intercambio. Cooper (1971) y Kruegen (1978) no encontraron evidencia para este último caso, lo cual sugiere que la mayoría de países son tomadores de precios de los mercados de exportación.

La literatura incluye pruebas directas de los efectos

de la devaluación tanto sobre la balanza comercial como sobre la balanza básica total de la balanza de pagos, pero es menos claro su efecto de recorte sobre la balanza comercial. Esto no significa que las elasticidades clave son demasiado pequeñas para que la devaluación tenga éxito. Una devaluación exitosa puede incrementar el déficit comercial a través de la rentabilidad y la afluencia neta de capitales y de este modo ocasionar que la inversión se eleve con relación a los ahorros. La asistencia financiera externa puede también aumentar si la devaluación fuera una precondition para nuevos fondos.

El argumento que las elasticidades relevantes son muy bajas para que la devaluación sea exitosa, a menudo refleja una preocupación respecto al costo del ajuste. En donde las elasticidades de oferta de exportación y demanda por exportaciones sean pequeñas, se hace necesario una caída relativamente grande en el nivel de gasto real para lograr mejorar la balanza comercial. En cambio en el tipo de cambio real y la variación en los precios relativos entre los bienes comercializables y no comercializables puede que también deban ser grandes. Esto podría significar ingresos reales severamente más bajos para los productores en el sector no comerciable o, si los factores son movibles entre los sectores, un mayor desplazamiento de los productores hacia el sector comerciable. Por consiguiente, los grandes costos deberían ser soportados principalmente por los productores en el sector no comerciable.

En el Cuadro No. 3.4 se presentan la evaluación

CUADRO No. 34

RESERVAS BRUTAS NETAS Y DEVALUACION

PERU : 1978 - 1988

FECHA	RESERVAS BRUTAS (1)	RESERVAS NETAS (1)	DEVALUACION OFICIAL	REALIZADA CEME (2)
1978 (Dic.)	469	-615	55.5	-.-
1979 (Dic.)	1,301	416	28.1	19.6
1980 (Dic.)	2,217	1,471	35.8	35.6
1981 (Dic.)	1,272	770	47.7	47.9
1982 (Dic.)	1,660	847	90.7	90.1
1983 (Dic.)	1,746	648	135.5	140.5
1984 (Dic.)	1,992	1,020	132.7	134.6
1985 (Dic.)	2,283	1,347	168.1	223.1
1986 (Dic.)	1,861	875	0	13.5
1987 (Dic.)	-.-	-.-	101.1	178.0
(Mar.)	1,800	756	-.-	-.-
(Jun.)	1,725	742	-.-	-.-
(Set.)	1,456	486	-.-	-.-
(Dic.)	1,130	-2	-.-	-.-
1988 (Ene.)	1,090	-95	-.-	-.-
(Abr.)	906	-252	-.-	-.-
(Jun.)	945	-225	-.-	-.-
(Set.)	1,067	-338	-.-	-.-
(Dic.)				

(1) En dólares U.S.

(2) En Porcentaje

Fuente : Nota Semanal No. 48 - 1 Dic. 1988. BCRP

de las Reservas Internacionales (Brutas y Netas) y la devaluación aplicada entre 1978 y 1987. Se observa que entre los años 1982 y 1985, la tasa de devaluación tanto la oficial como para los Certificados Bancarios en Moneda Extranjera se incrementó significativamente, ésta última pasó de 90.1% en 1982 a 223.1% en 1985; apreciándose una recuperación en las Reservas Internacionales Brutas de 1,660 millones de dólares a 2,283 millones de dólares, y las Reservas Internacionales Netas, pasaron de 847 a 1,347. A partir del año 1986, las Reservas Internacionales Brutas y Netas, presentan una tendencia decreciente como consecuencia de la congelación de la tasa cambiaria dispuesta en el marco del programa heterodoxo.

CAPITULO IV

CRITERIOS DE MANEJO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

4.1 Generalidades

Abordar el estudio de la problemática del nivel adecuado de Reservas Internacionales Netas, demanda analizar dos aspectos :

1. Cuantitativo, relativo a la determinación de la cantidad de Reservas Internacionales.
2. Cualitativo, implica analizar la forma bajo la cual las Reservas Internacionales son necesarias.

Este último aspecto cualitativo, es un problema de composición de la cartera de activos internacionales. Las consideraciones sobre el nivel adecuado y el manejo del tipo de cambio para preservar las Reservas Internacionales, son también importantes; en regímenes de tipo de cambio fijo (Bretton Woods), existe el compromiso de los Bancos Centrales de satisfacer la demanda de divisas a un tipo de cambio fijo. Los ajustes en la paridad cambiaria no son frecuentes, y ocurren en medios de movimientos de tipo especulativo.

Es en estos casos, de movimiento de capitales de corto plazo, que busca desestabilizar el sistema cambiario, donde es más difícil aproximarnos al concepto del nivel adecuado de Reservas Internacionales. En regímenes de Tipo de Cambio Flexible, son las condiciones del mercado cambiario las que determinan el valor de equilibrio.

El sistema de paridad controlada, donde las fluctuaciones de tipo de cambio se ajustan a los principios rectores de la autoridad monetaria.

El Tipo de Cambio "realista" busca evitar desequilibrios en el Sector Externo y el mantenimiento de la rentabilidad de la actividad productiva interna y externa.

4.2 Reservas Internacionales "Adecuadas"

Nivel necesario : Donde la necesidad de mantener Reservas Internacionales se expresa objetivamente

en términos de algunos parámetros estructurales. Es un análisis de razones, expresándose una relación entre el Nivel de Reservas y una variable considerada como aproximación para la necesidad de mantener Reservas Internacionales. En consecuencia se busca establecer una relación entre el Stock de Reservas y una variable que nos aproxime a la necesidad de mantenerlas.

Veamos tres indicadores cuantitativos :

4.2.1 Reservas Internacionales y Valor de Comercio Exterior

La demanda por Reservas Internacionales en el contexto Keynesiano es en este caso por "motivos transacción". Una razón para conservar Reservas Internacionales es cerrar el intervalo entre la recepción de ingresos y su desembolso. La fuerza de este motivo para inducir a una decisión de guardar un total dado de Reservas Internacionales dependerá principalmente del monto del ingreso y de la duración normal del intervalo entre su recibo y su gasto. De modo semejante, se conservan Reservas Internacionales para cerrar el intervalo entre el momento en que se incurre en costos de exportaciones y aquél en que se reciben los productos de las ventas; incluyéndose bajo este epígrafa el efectivo que conservan los exportadores para salvar el intervalo entre la compra y la realización. Así tenemos:

4.2.1.1 Reservas Internacionales "Vs" Importaciones

Se plantea la necesidad de mantener Reservas Internacionales para cubrir la demanda de bienes y servicios de origen importado. ¿Cuánto de Reservas Internacionales son adecuadas para garantizar un volumen de importación de bienes y Servicios? ¿Para cuántos meses de importaciones cubren el Stock de Reservas Internacionales, suponiendo que no hay ingresos por exportaciones. (Ver cuadro No. 4.1)

CUADRO No. 41

RIN "VS" IMPORTACIONES

AÑOS	RIN (1)	IMPORTACIONES (2)	% $3 = (2) \div (1)$
1978	-1,025	139	-.-
1979	553.9	163	3.4
1980	1,276.2	258	5.0
1981	771.4	317	2.4
1982	896.2	310	3.0
1983	855.9	227	3.8
1984	1,102.9	178	6.2
1985	1,382.6	151	9.2
1986	866.0	216	4.0
1987	59.9	256	0.2
1988	-.-	-.-	-.-

Fuente : Memoria BCRP - 1987

En el período 1978 - 1988, se observa que el nivel de Reservas Internacionales para cubrir las importaciones tienen un comportamiento fluctuante, mientras en el año 1980 se disponían de Reservas Internacionales para financiar cinco meses de importaciones, en 1982, baja a 2.4 meses, en 1985, sube significativamente a 9.2 meses, en 1987, nuevamente baja a 0.2 meses. Los años 1978 y 1988 son años críticos donde las Reservas Internacionales Netas fueron negativas.

4.2.1.2 Reservas Internacionales "VS" Exportaciones e Importaciones

La demanda de Reservas Internacionales para financiar el volumen del comercio internacional, está referida no sólo a cubrir las importaciones sino también para habilitar los gastos derivados de la actividad exportadora. La pregunta planteada es, ¿Cuál es el nivel de Reservas Internacionales que se dispone para cumplir con los requerimientos del Comercio Internacional?

(Ver Cuadro 4.2)

CUADRO No. 4.2 : RIN "VS" X + M

AÑOS	RIN	X + M PROMEDIO MENSUAL	RAZON RIN/X + M
1978	-1,025.0	303	-.-
1979	553.0	469	1.2
1980	1,276.2	584	2.3
1981	771.4	588	1.3
1982	986.2	585	1.5
1983	885.9	478	1.8
1984	1,102.9	441	2.5
1985	1,382.6	399	3.5
1986	866.0	427	2.0
1987	59.0	473	0.1
1988	-.-	-.-	-.-

Fuente : Memoria BCRP - 1987

4.2.2 Reservas Internacionales y los Desequilibrios Externos

La variación de las Reservas Internacionales Netas está en función del resultado que arrojan la Balanza en Cuenta Corriente y la Balanza de Pagos.

(Ver Cuadro No. 4.3)

CUADRO No. 4. 3

LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

AÑOS	SALDO DE LA BALANZA EN CTA. CTE.	SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	RIN
1978	- 164	76	- 1,025.0
1979	953	1,579	553.9
1980	- 102	722	1,276.2
1981	- 1,729	- 504	771.4
1982	- 1,609	- 24	896.2
1983	- 871	- 40	855.9
1984	- 221	247	1,102.9
1985	125	280	1,382.6
1986	- 1,079	- 517	866.0
1987	- 1,495	- 806	59.9

Fuente : Memoria BCRP - 1987

La Balanza en Cuenta Corriente arroja un saldo negativo en el período 1978 - 1988, a excepción de los años 1979 y 1985, significa que se ha exportado menos de los que se ha importado, por lo que se ha tenido que recurrir al financiamiento vía endeudamiento externo y/o mediante un disminución de las Reservas Internacionales Netas. En estos casos la recomendación de política económica indica que se utilice el endeudamiento

damiento en lugar de afectar el nivel de Reservas Internacionales Netas.

La Balanza de Pagos por ser el registro del valor monetario de todas las operaciones comerciales y financieras con el exterior durante el período determinado, es decir del flujo de ingresos y egresos de moneda extranjera ocurrido en ese lapso, su resultado se traduce simultáneamente en la variación de las Reservas Internacionales Netas.

En el Cuadro No. 4.3 observamos que las Reservas Internacionales Netas el año de 1979 que de US \$ 553.9 millones, se incrementaron en US \$ 722 millones durante 1980, como consecuencia del superávit de la balanza de pagos en dicho año. Es decir, el saldo de la balanza de pagos y variación de las Reservas Internacionales Netas son conceptos análogos.

4.2.3 Las Reservas Internacionales y las Variables Monetarias

Es importante analizar el comportamiento de los agregados monetarios y su control por parte del Banco Central de Reserva del Perú, a fin de manejar con instrumentos monetarios adecuados la fuente de inestabilidad de las Reservas Internacionales.

4.2.3.1 La Liquidez del Sistema Financiero

Son las obligaciones monetarias o los pasivos financieros del sistema financiero con el sector privado. Comprende los billetes y monedas de curso legal en circulación, depósitos a la vista, a plazos y de ahorro, en moneda extranjera, certificado de divisas, células hipotecarias de ahorro y otros valores.

(Ver Cuadro 4.4)

CUADRO No. 4.4

LIQUIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO

(Estructura Porcentual)

AÑOS	DINERO	CUASIDINERO		RIN
		MONEDA NACIONAL	MONEDA EXTRANJERA	
1978	--	--	--	--
1979	--	--	--	--
1980	38.7	33.2	28.1	1,276.2
1981	32.0	40.6	27.4	771.4
1982	24.8	40.2	35.0	896.2
1983	24.6	35.0	40.4	855.9
1984	23.7	27.3	49.0	1,102.9
1985	35.0	34.6	30.4	1,382.6
1986	44.2	44.4	11.4	866.0
1987	50.4	39.3	10.3	59.9
1988	--	--	27.5 (a)	--

(a) : Octubre 1988

Fuente : BCRP - Memorias

En el período analizado-Cuadro 4.4.-entre 1980 hasta 1984 hubo una tendencia creciente en el componente Cuasi - Dinero en moneda extranjera, como consecuencia del mayor rendimiento que ofrecía esta alternativa de ahorro frente al incremento registrado en el nivel de precios. A partir de 1985 hasta 1988, esta tendencia se altera a favor del componente "Dinero", donde en 1987 alcanza una participación superior a 50%, y al mismo tiempo observamos una pérdida significativa en las Reservas Internacionales Netas.

Coeficientes de Intermediación y Ahorro Financiero

El principal papel del sistema financiero es intermediar entre los agentes económicos que cuentan con excedentes monetarios y aquellos que los requieren para llevar a cabo sus actividades. La magnitud relativa de la intermediación financiera se puede medir a través del grado de monetización de la economía, el cual es determinado por la conveniencia, la confianza y la rentabilidad que perciben los agentes económicos al poner a disponibilidad del Sistema Financiero sus recursos excedentes.

En el Cuadro 4.5, se evidencia que en el año 1984 decreció el grado de monetización y la magnitud del ahorro financiero en relación a la producción. Sin embargo en los años siguientes, estos coeficientes se incrementan y el coeficiente de monetización experimentó una marcada expansión al aumentar a 14.8% en 1986 y 15.2% en 1987; similar evolución registró el volumen de ahorro financiero en moneda nacional respecto al nivel de actividad económica.

CUADRO 4.5

COEFICIENTES DE INTERMEDIACION Y AHORRO FINANCIERO

(En Porcentajes)

AÑOS	<u>LIQUIDEZ</u>	<u>AHORRO FINANC.</u>	RIN
	PBI	PBI	
1978	-.-	-.-	-.-
1979	-.-	-.-	-.-
1980	14.8	6.7	1.276.2
1981	14.8	7.9	771.4
1982	14.9	8.9	896.2
1983	12.5	7.4	855.9
1984	10.8	6.1	1,102.9
1985	9.6	4.9	1,382.6
1986	14.8	7.6	866.0
1987	14.2	7.6	59.9
1988	-.-	-.-	-.-

Fuente : Memoria BCRP - 1987

El incremento de la "Liquidez/PBI" - (Depósitos y el a la Vista Circulante) en los últimos años del período, está ligado al incremento registrado en el nivel de precios y a un creciente número de transacciones efectuadas sin la mediación del Sistema Financiero, particularmente por la proclividad de los agentes económicos de mantener saldos monetarios que presionaron el nivel de Reservas Internacionales del Sistema Financiero.

20
20

4.3 Nivel Optimo de Reservas Internacionales

a. Generalidades

El nivel óptimo de Reservas Internacionales está relacionado con el objetivo fundamental de la Teoría económica, es decir, igualar el beneficio marginal al costo marginal; o al criterio de optimización por el lado de la minimización de costos. El beneficio marginal asociado al mantenimiento de un nivel de reservas, están representados por el ajuste en la economía del que es posible prescindir, cuando ocurre un desequilibrio externo y existe la posibilidad de financiarlos con reservas, evitándose las pérdidas en bienestar por políticas que buscan deprimir el gasto nacional, reorientándolo hacia bienes producidos internamente o vía endeudamiento externo.

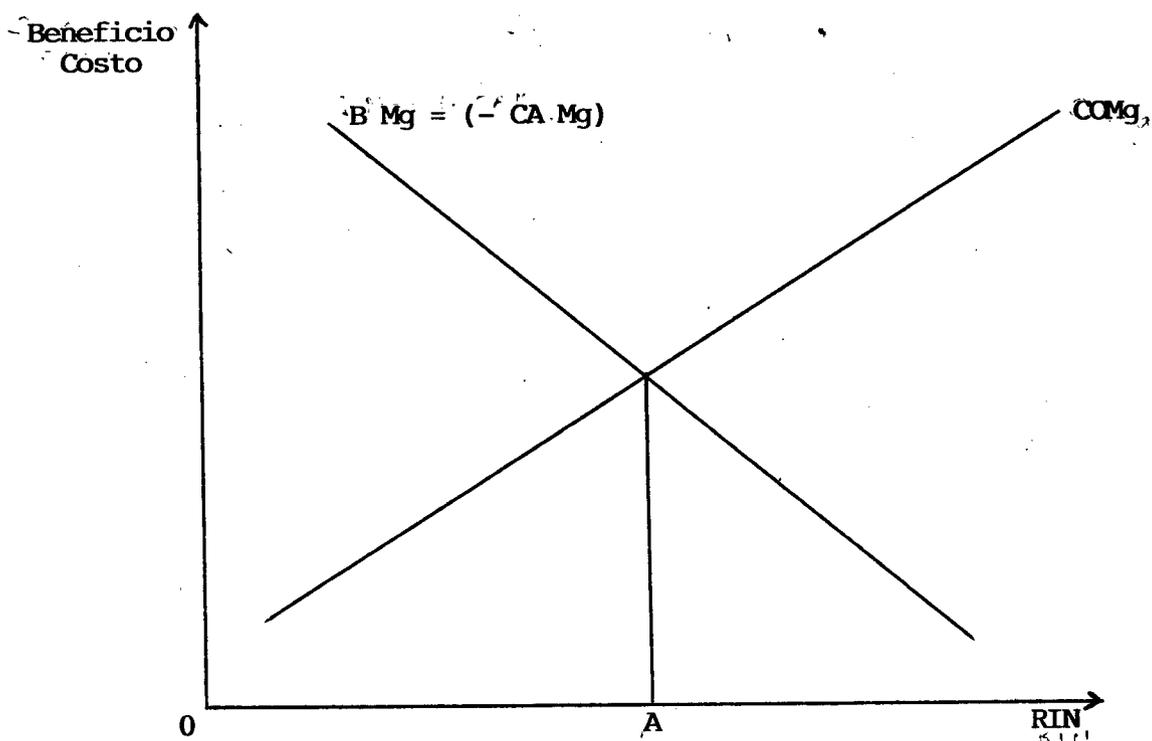
El costo marginal está referido conceptualmente al costo de oportunidad de los recursos mantenidos en Reservas Internacionales Netas en vez de ser invertidos productivamente, menos el beneficio derivado de la inversión en activos externos con diferentes grados de capital obtenida.

En el Gráfico 4.1, la curva de Beneficios Marginales (o costo de ajuste negativo), indica cómo a medida que se incrementa el nivel de Reservas Internacionales Netas, es más grande la probabilidad de evitar ajustes en la economía y menor la necesidad de incurrir en este tipo de costos.

La curva de costo marginal (o costo de oportunidad de los recursos externos), indica los costos crecientes en términos del sacrificio de la inversión en proyectos con mayores tasas de rentabilidad, por la acumulación de activos internacionales.

En el punto A del gráfico I, corresponde al punto A' del gráfico 4.2 donde se consideran las condiciones para el equilibrio de los valores totales.

GRAFICO 4.1



C A P I T U L O V

5.1 Un Modelo Para la Determinación del Nivel Optimo de Reservas Internacionales : Modelo de AGARWAL (&)

El modelo de Agarwal está orientado a la realidad de los países subdesarrollados : Se calculan los beneficios en términos del ajuste que la economía se evita por la posibilidad de financiamiento del déficit externo con reservas y los costos de oportunidad por el sacrificio de inversión productiva con recursos externos. Hallamos un nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas que satisfaga los requerimientos de maximización bienestar de la economía.

Las consideraciones del nivel óptimo, junto con indica-
(&) AGARWAL J.P. "Optimal Monetary Reserves for Developing Countries"

dores del nivel necesario, como las razones **RIN/IMPORTACIONES**, Y **RIN/ Variables monetarias**, nos permitirán evaluar las tenencias de activos externos de la autoridad monetaria. Los resultados del trabajo se aplican a enjuiciar el comportamiento de la autoridad monetaria. Ella se ve enfrentada con el dilema de mantener un nivel de Reservas Internacionales Netas y sacrificar el empleo productivo de los recursos externos, contra la posibilidad de que se presente un déficit en el sector externo que requiera efectuar ajustes en el funcionamiento de la economía.

Es un estudio sobre el carácter racional de las decisiones sobre Reservas Internacionales Netas de las autoridades monetarias. La comprensión de los fenómenos relacionados con las posibilidades de ajustes externo de la economía, son centrales en el diseño de la Política de Reservas Internacionales adecuadas para el país.

Los supuestos en relación al comportamiento racional de las autoridades monetarias en países subdesarrollados :

1. Los países subdesarrollados están sujetos a la restricción del sector externo que los obliga a la proyección de su presupuesto de Reservas Internacionales Netas. De esta manera pueden cumplir con sus pagos al exterior y canalizar los recursos escasos de moneda extranjera hacia fines productivos.

2. Las Reservas Internacionales Netas son mantenidas para financiar temporalmente déficit en balanza de pagos,

asumiendo su desaparición a lo largo del período. También para cubrir cualquier baja en los ingresos de exportaciones o alzas en los precios de importaciones.

Dados los supuestos planteados, el nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas es aquella cantidad que permite al país subdesarrollado financiar a un tipo de cambio fijado por la autoridad monetaria, déficits temporales o imprevistos que puedan surgir en el período considerado.

El costo de oportunidad asociado al nivel de Reservas Internacionales Netas, está determinado por el componente importado del capital destinado a nuevas inversiones. También consideramos la productividad de esta mayor inversión y la incorporación de recursos domésticos ociosos. Esto lo expresamos con la magnitud de la razón marginal capital-producto, que nos indica el grado en el out-put se incrementa como resultado de una unidad extra de inversión. Lo expresamos en la ecuación (I)

$$C O R = Y_1 = R \cdot \frac{m}{q_1} \quad (I)$$

Donde :

- C O R : Costo de oportunidad de las Reservas Internacionales Netas
- Y_1 : Cantidad del PBI que sería posible, empleando las RIN
- m : Valor recíproco de la razón marginal capital/producto

- R : Volumen de moneda extranjera que puede ser usada para la importación de bienes
- q_1 : Contenido importado de una unidad adicional de capital productivo

la ecuación (I), indica que las Reservas Internacionales Netas se destinan a financiar la compra de bienes de producción, existiendo controles y restricciones para la importación de bienes de consumo.

En la ecuación (2), se presenta una formulación de los beneficios de mantener Reservas Internacionales, así tenemos :

$$B R = Y_2 = \frac{R}{q_2} \quad (2)$$

Donde :

- B R : Beneficios de mantener RIN
- Y_2 : Cantidad del PBI que se habría perdido si las importaciones se redujeran para corregir el desequilibrio externo
- R : Nivel de Reservas Internacionales
- q_2 : Proporción del Volumen importado de bienes de Capital a la proporción total de la economía.

Se asume en la ecuación (2) que el déficit externo se financia con Reservas Internacionales Netas. El nivel óptimo de reservas se determina también sobre la base de la probabilidad de que las Reservas Internacionales Netas sean requeri-

das durante el período de tiempo considerado. Veamos :

$$B R = R \cdot \frac{p}{q_2} \quad (3)$$

$$P R = II \cdot \frac{R}{D} \quad (4)$$

Donde :

- p** : Probabilidad de que las Reservas Internacionales Netas sean utilizadas para el financiamiento del déficit externo durante el período.
- II** : Probabilidad de ocurrencia de un déficit externo.
- D** : Magnitud del déficit externo.

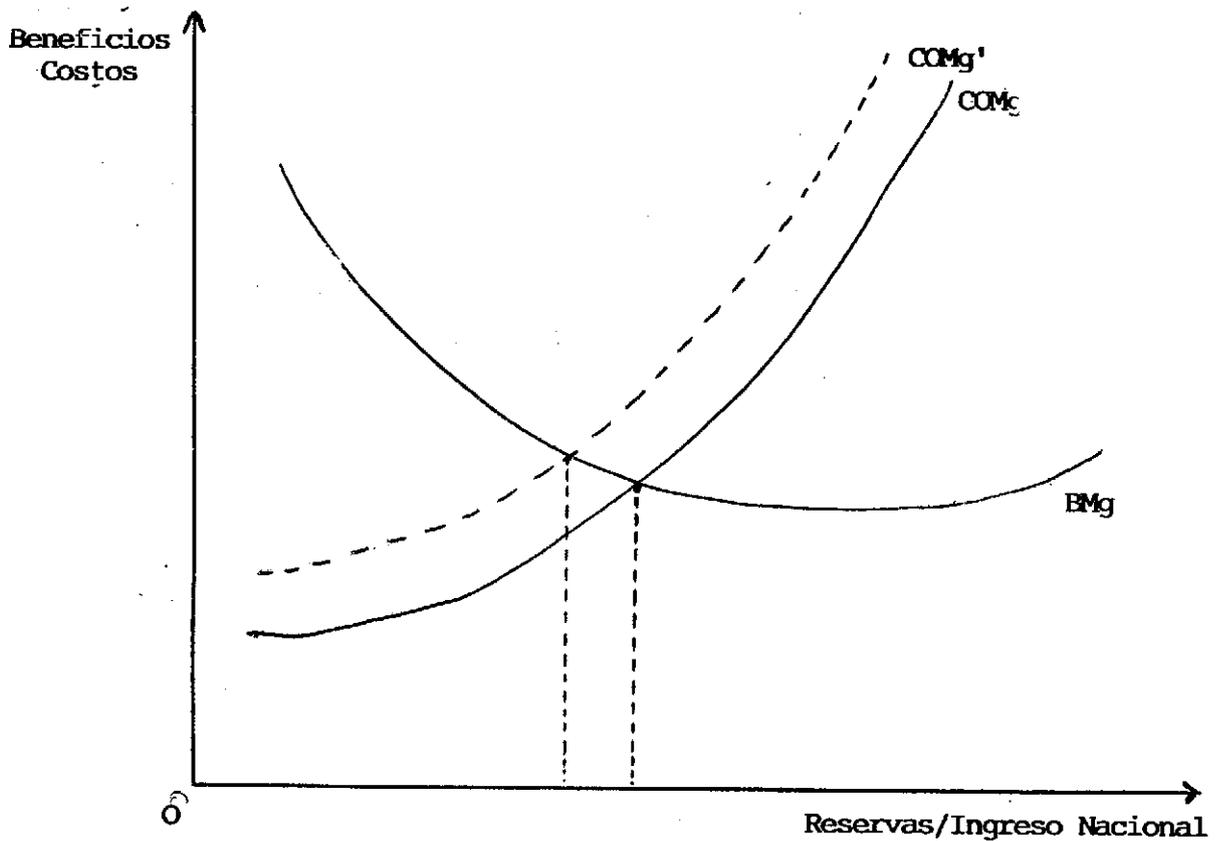
En las ecuaciones (3) y (4), consideramos el carácter precautorio de la Reservas Internacionales y el papel de las exportaciones, a través del **P** y **II**, en la determinación del nivel óptimo. Estos valores dependen de la voluntad de las autoridades para recurrir a otras medidas de ajuste, del comportamiento histórico de las cuentas de balanza de pago y de cambios futuros anticipados en los pagos de importaciones o los ingresos por exportaciones.

En base al modelo anterior encontramos una formulación para el nivel óptimo de Reservas Internacionales Netas, que se presenta en la ecuación (5)

$$R_{opt} = \frac{D}{I_n \cdot II} \cdot (\ln m + \ln q - \ln q) \quad (5)$$

Al contrastar estas formulaciones, Agarwal evidencia resultado con magnitudes diferentes en el comportamiento de los países respecto a sus Reservas Internacionales Netas. Señala cómo en el proceso de desarrollo la Productividad Marginal de Capital se eleva y el componente importado de la inversión disminuye. Se incrementan los costos marginales de mantener Reservas Internacionales Netas, reduciéndose su nivel óptimo sin un incremento proporcional en los beneficios marginales. Ver Gráfico 5.1

GRAFICO 5.1.



Las conclusiones del trabajo de Agarwal apoyan la hipótesis de una baja demanda precautoria por parte de los países menos desarrollados. El modelo de Agarwal incorpora importantes elementos estructurales sobre la situación de los países menos desarrollados. La escasez de recursos externos y la existencia de recursos productivos ociosos son tomados en consideración en el modelo. Considera como alternativa de ajuste la imposición de controles o restricciones sobre los pagos en moneda extranjera, dentro del marco de políticas que buscan reducir el nivel de gastos totales de la economía nacional.

Las críticas al modelo de Agarwal están referidas principalmente a los siguientes aspectos :

- Los supuestos sobre los cuales se formulan las proposiciones del modelo, en especial sobre beneficios y costos marginales en países subdesarrollados deben tomarse con cautela.

- Los supuestos sobre importaciones y el efecto multiplicador en la economía por el empleo de recursos ociosos, pueden ser discutibles.

- Las consideraciones sobre alternativas de ajuste pueden ser igualmente restrictivas.

CONCLUSIONES

1. El resultado de la balanza de pagos y las variaciones de las Reservas Internacionales Netas son conceptos equivalentes. Así tenemos que el saldo de la balanza correspondiente al año 1980 fue de **US \$ 722 millones**, y las reservas internacionales se incrementaron en ese año por dicho monto.
2. En los países en desarrollo, como el caso del Perú, la devaluación no sólo es una de las medidas de política económica más drásticas y traumáticas que un gobierno debe tomar, y generalmente va acompañada de elevados costos económicos, sociales y políticos. La devaluación va seguida de una recesión inflacionaria -estanflación-, y con ello, el deterioro del bienestar de las grandes mayorías y donde la distribución del ingreso se hace cada vez más injusta e inequitativa.
3. Algunos bancos centrales de los países de la región están dejando su actitud conservadora con respecto a sus tenencias de oro, buscando especializarse y tecnificarse con posibilidades de operar financieramente con este metal.
4. Las Reservas Internacionales Netas son un buen indicador genérico del desarrollo del sector externo de una economía, por cuanto su variación es el resultado del íntegro de

las operaciones comerciales y financieras con el exterior durante un período determinado.

5. Las Reservas Internacionales Netas, en particular las del Banco Central de Reserva del Perú, constituyen un buen indicador de la liquidez internacional de un país, aunque su uso con dicho propósito sería más apropiado si se excluyesen los pasivos a largo plazo.
6. La inestabilidad de la economía de los países industrializados afecta a los países del Tercer Mundo, principalmente a través de fluctuaciones erráticas en los precios de sus productos primarios de exportación. Las alteraciones de los precios primarios de exportación. Las alteraciones de los Términos de Intercambio resultan desfavorables al no permitir un desarrollo estable de sus economías, ya que los ingresos por exportaciones no garantizan reglas estables. Este fenómeno dificulta la aplicación de políticas económicas de mediano plazo y, la imposibilidad de emprender planes de desarrollo globales.
7. Las consideraciones sobre el nivel óptimo, junto con los indicadores del nivel necesario, como las razones **RIN** - Importaciones y **RIN** - Variables Macroeconómicas, nos permiten evaluar las tenencias de activos externos; que en el caso peruano evidencian un manejo heterogéneo y cortoplacista.

8. El Modelo de **Agarwal** se aplica para casos de países subdesarrollados y calcula los beneficios en términos del ajuste que la economía se evita por la posibilidad de financiamiento del déficit externo con RIN, y los costos de oportunidad por el sacrificio de inversión productiva con recursos externos; se encuentra un nivel óptimo de Reservas Internacionales que satisfaga los requerimientos de máximo bienestar en la economía.

9. Los resultados del trabajo se aplican a enjuiciar el comportamiento de la Autoridad Monetaria; ella se ve enfrentada con el dilema de mantener un nivel de Reservas Internacionales y sacrificar el uso productivo de los recursos externos, contra la posibilidad de que se presente un déficit en el sector externo que requiera efectuar ajustes en el funcionamiento de la economía.

RECOMENDACIONES

1. En el Perú, la Autoridad Monetaria debe manejar un criterio con carácter de permanente, consistente en que los fundamentos básicos de administración de las Reservas Internacionales son la seguridad, liquidez, rentabilidad y reciprocidad, los cuales adquieren connotación y prioridad de acuerdo a la situación existente.
2. Como opción de política a disposición de los responsables de conducir la economía nacional, es que el saldo negativo de la Balanza en Cuenta Corriente, se cubra con endeudamiento en lugar de afectar el nivel de Reservas Internacionales Netas.
3. Los continuos déficits que caracterizan el sector externo de la economía peruana, hacen necesario que se disponga en todo momento de un nivel de Reservas Internacionales Netas adecuada a fin de que dificultades de corto plazo no afecten los programas de desarrollo de mediano plazo.
4. Dada la actual estructura productiva -industrial- peruana cualquier política económica expansiva de la demanda interna, como ha ocurrido con la experiencia del General Juan

Velasco 1968-75 y la del Dr. Alan García 1985-87, compromete definitivamente el nivel de Reservas Internacionales Netas; por lo que en lo inmediato debemos resignarnos a diseñar netas de crecimiento del PBI de carácter conservadoras. En el largo plazo, deberá abordarse la impostergable necesidad de la reconversión industrial, por una que privilegie el uso de los recursos domésticos.

BIBLIOGRAFIA

- GARDNER ACKLEY : Teoría Macroeconómica - UTEHA
- HAUTREY, R. G. : El Patrón Oro en la Teoría y en la Práctica ed. Aguilar 1951
- KINDLEBERGER, CHARLES : Economía Internacional ed. Aguilar, 1960
- QUIROZ, A : Ciclos Bancarios en el Perú HISLA VIII, 1986
- MUNDALL, R. : El Sistema Mundial de Desequilibrio ed. Amorrortu, 1971
- KEYNES, JOHN : Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. FCE. 1954
- HIRSCHMAN : El Auge y Ocaso de Desarrollo Económico Oxford U. Press, 1985
- AGARWAL, J.P. : "Optimal Monetary Reserves for Developing Countries", wltwirtschaftliches-Archiv No. 1
- SAMUELSON, PAUL : "Economía General" - Editorial Aguilar 1980

BOLETINES Y MEMORIAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA

BOLETINES DE FMI - mensuales

REVISTA ACTUALIDAD ECONOMICA

REVISTA "1/2 DE CAMBIO"