

**“CUANDO EL DINERO NO IMPORTA”  
O LA POLITICA MONETARIA APRISTA, PERU: 1985-1988<sup>1</sup>**

*Eduardo Andrés Morón Pastor*

**RESUMEN**

*En este artículo el autor presenta una visión crítica a diferentes aspectos de la política monetaria durante los primeros tres años y medio del gobierno aprista. De este modo, se caracteriza dicha política por haber adoptado como supuesto de trabajo que “el dinero no importa”, es decir, que no tiene efectos sobre las diferentes variables macroeconómicas. A lo largo del artículo se desarrollan argumentos que llevan a la conclusión de que la crisis actual se explica por la serie de errores no sólo en el manejo de los instrumentos, sino por la concepción teórica sobre la importancia y efectos del dinero en la economía.*

**ABSTRACT**

*In this article the author presents a critical viewpoint to many topics of the monetary policies during the first three and a half years of the aprista government. In this way, such policies have as a common characteristic the modeling assumption that “money does not matter”, which means the irrelevancy of its effects over the different macroeconomic variables. Throughout this article, the author works out some points which lead to the conclusion that the present crisis is due to a set of mistakes, not only because of the economic instruments, but the theoretical frame about the importance and the effect of money on the economy.*

**Introducción**

Resulta meridianamente claro que el origen *principal* del actual proceso de hiperinflación fue el desequilibrio monetario que se inició y mantuvo desde 1986 en adelante. El presente análisis tratará de mostrar los principales aspectos del desarrollo del sector monetario de nuestra economía a partir de julio de 1985 hasta diciembre de 1988 y los efectos que ello produjo en el resto de la economía.

El gobierno aprista al anunciar su primer programa económico, puso al descubierto su teoría sobre la inflación en el Perú: se trataba de un problema de costos y no de demanda, dado que al momento de asumir el cargo, la demanda interna había sufrido el efecto recesivo de sucesivos programas de estabilización; en tanto que la política cambiaria, junto con la política de tasas de interés, eran las principales cau-

sas de aceleración de la tendencia inflacionaria.

Unido a este enfoque, una caracterización de una economía con una amplia capacidad instalada ociosa dio pie a un programa “heterodoxo” que basó el crecimiento económico sobre una fuerte expansión monetaria y la congelación de los precios claves de la economía: tipo de cambio, tasas de interés, precio de los combustibles; confundiendo lo que significa un programa de emergencia con uno de reactivación de mediano y largo plazo.

En síntesis, se olvidaron de la importancia del dinero y de los precios relativos, es decir, se olvidaron del sistema económico. No debe extrañarnos entonces que el resultado de la política económica aprista al cabo de tres años sea el más agudo proceso inflacionario y recesivo de la historia republicana.

Un modo de aproximarse a estos hechos es empleando una teoría macroeconómica de corto plazo para una economía cuasi-cerrada, como lo fue la peruana durante el período bajo estudio, que enfatice la relevancia de las variables monetarias para explicar el comportamiento global de una economía.

Este trabajo incorpora en el análisis el concepto de *oferta monetaria ex-ante* a la discusión sobre la explicación de la crisis actual, remarcando su pertinencia para una correcta revisión de los agregados monetarios. La discusión teórica de este concepto se incluye en el siguiente acápite.

La hipótesis central del trabajo es mostrar la inviabilidad de un modelo de crecimiento basado en el financiamiento a través del poder de "seigniorage"<sup>2</sup> del Banco Central. Los límites principales de una política, en la cual "el dinero no importa" son la restricción externa, expresada en el stock de reservas internacionales; la restricción del aparato productivo, que se manifiesta en el uso pleno de la capacidad instalada; y por último, las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

Adicionalmente, se critican otros aspectos de la política monetaria aprista desde un análisis teórico de las medidas, con su correspondiente evidencia empírica.

## I. Algunos conceptos previos

En teoría económica, se asume que los agentes económicos desean mantener una determinada cantidad real de dinero. Es decir, no les interesa la cantidad de billetes de que disponen, sino lo que pueden adquirir con ellos. De este modo, si es que los individuos perciben que los saldos nominales mantenidos sobrepasan en términos reales a lo que ellos desean mantener, entonces los agentes tratarán de "deshacerse" de lo que se llama un exceso de dinero<sup>3</sup>.

La forma más simple de "deshacerse" de ese dinero no deseado es gastándolo. Podemos utilizar este exceso de dinero para pagar una deuda; para comprar

bienes y/o servicios; o destinarlo a algún activo financiero (bonos, dólares, acciones, etc.) que nos otorgue alguna rentabilidad mayor al servicio que nos da el dinero que mantenemos.

Debe tenerse en cuenta que, aun si todos los agentes se percatasen de esta situación (un exceso de oferta de dinero), no todos podrían deshacerse de los saldos en exceso a los deseados; porque el gasto de un individuo resulta ser el ingreso de otro. Un individuo podrá reducir el saldo de dinero mantenido en tanto logre que otro acepte incrementar el suyo.

En términos macroeconómicos, un país no puede gastar más de lo que recibe. Sin embargo, lo interesante es que en el proceso descrito se producen en la economía efectos sumamente importantes. El primero de ellos es que muchos empresarios percibirán este aumento nominal del gasto como un aumento real, es decir, percibirán una mayor demanda real por sus productos, lo cual llevará a un incremento del nivel de producción. De igual modo, los trabajadores percibirán un mayor salario real que los inducirá a ofertar más trabajo.

Un segundo efecto que produce este intento de lograr un equilibrio entre los saldos deseados versus los existentes es un déficit en la balanza de pagos, producto del aumento en el gasto agregado de la economía por bienes, servicios y otros activos financieros. De igual modo, las personas podrían pagar sus deudas contraídas con el extranjero. Debe entenderse la importación de bienes y servicios y el pago de deuda, como una exportación de dinero. Es decir, el público está entregando al exterior divisas a cambio de bienes y servicios y/o otros activos, a fin de reducir sus pasivos con el exterior. Entiéndase que esta salida de divisas es la que genera el saldo deficitario en la balanza de pagos. De este modo, cada individuo tratará de equilibrar sus saldos mantenidos con los deseados.

El tercer efecto que se produce es sobre el nivel de precios de la economía. El aumento del gasto agregado presiona, en su porción de gasto en bienes domésticos (no transables), sobre dichos mercados llevando

a un incremento en el nivel de precios. Esto llevará a una reducción en la cantidad real de dinero mantenido.

Debemos destacar que cuando alguna de las vías de "desfogue" previamente descritas (reservas internacionales o producción) se "agota"<sup>4</sup>, el desequilibrio monetario presionará con mayor fuerza sobre la restante.

Cuando se revisan las cuentas monetarias, se tiende a analizar el comportamiento de la emisión primaria del Banco Central o alguna de las definiciones de oferta monetaria (M1, M2, M3 o M4). Teóricamente, debemos trabajar con un concepto que no incluya el efecto de la balanza de pagos<sup>5</sup>, de modo de obtener un agregado que refleje el monto de recursos que el Banco Central entrega a los agentes económicos y éstos con su comportamiento definirán el resultado de las tres vías: precios, reservas internacionales y producción. A este concepto se le conoce como Oferta Monetaria Ex-Ante.<sup>6</sup>

Cuando se analiza el sector monetario de una economía no sólo se debe analizar lo que sucede con la oferta monetaria, cualquiera sea la definición que se tome; también, debemos tomar en cuenta el comportamiento del vínculo entre la oferta monetaria y la demanda agregada, es decir, la velocidad de circulación del dinero. El análisis de esta variable va unido al comportamiento de las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

En la medida en que se espera una aceleración de la inflación, los individuos tratarán de reducir sus saldos monetarios reales, lo cual llevará a una mayor velocidad de circulación del dinero.

## II. La política monetaria del gobierno aprista o "el dinero no importa"

Al analizar lo sucedido en estos tres años y medio de gobierno aprista, lo primero que salta a la vista es su falta de comprensión de la importancia del dinero, o mejor dicho, la importancia de entender que lo que sucede en el sector monetario es un reflejo de lo que ocurre en el resto de sectores de la economía,

y que los desequilibrios que se presentan en el campo monetario no pueden ser ignorados u omitidos al diseñar cualquier política económica coherente.

Cuando hablamos de desequilibrios en el mercado monetario, debemos diferenciar dos tipos posibles: desequilibrio stock y desequilibrio flujo. La idea detrás de estos conceptos es que si el Banco Central en un momento dado decide "lanzar" de una vez por todas al público 3 millones de intis más y después seguir con el mismo ritmo de emisión anterior, esa emisión en exceso generará un desequilibrio stock que se irá reduciendo en la medida en que se canalice por las tres vías de "desfogue" antes mencionadas.

Sin embargo, el Banco Central de Reserva puede incrementar sostenidamente la tasa de crecimiento de la emisión, en cuyo caso, se genera un desequilibrio flujo en el mercado monetario. Este tipo de desequilibrios son más difíciles de solucionar en el corto plazo, pues aunque se regrese a la anterior tasa de emisión, se pueden haber generado expectativas inflacionarias adversas, las cuales al acelerar la velocidad de circulación eviten "cerrar" el desequilibrio flujo monetario.

Son cuatro los puntos más importantes en el análisis de la política monetaria del gobierno aprista. En primer término, el desequilibrio monetario generado por financiar el crecimiento de la demanda agregada como instrumento para la reactivación del aparato productivo. Un segundo punto de especial interés es la "huida" del dinero que viene afectando el proceso de intermediación financiera. Un tercer aspecto es la política crediticia que tuvo como objetivo el fomentar el crecimiento del sector agropecuario. Un último —pero no menos importante— punto es el referido a los beneficios del dinero y los costos que implica estar en un proceso de hiperinflación.

### A. La compra de bienestar a corto plazo

En el diseño de toda política de desarrollo se debe tener alguna fuente de financiamiento para el gasto público, ya

sea externa o interna. Cuando un gobierno opta por la vía de la financiación interna, lo puede hacer de tres modos: captación del ahorro privado vía bonos; mediante tributos; o en caso contrario, hacer uso de su poder de "seigniorage". Esto último hará, en un mundo de información imperfecta, que el impuesto inflacionario sea la vía de financiamiento del gobierno; gastando ahora para pagar "después" la cuenta, cuando la inflación haya reducido la deuda.

El gobierno aprista optó por el tercer camino. Su política de reactivación de corto plazo basada en expandir el gasto mediante una política monetaria expansiva produjo un desequilibrio flujo en el sector monetario de la economía<sup>7</sup>, desequilibrio que efectivamente, en un inicio, hizo posible una alta tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno (en 1986, creció 8.5 o/o). Sin embargo, esta expansión monetaria no fue simétrica, sino por el contrario existió un evidente "crowding out" (desplazamiento) del crédito al sector público frente al correspondiente al sector privado. Si observamos el Gráfico No. 1 en el cual se presentan los índices de los volúmenes de crédito —en términos reales— otorgados, veremos que el efecto desplazamiento resulta claro a partir de setiembre de 1985 y se prolongará hasta fines de 1987.

Otra de las formas en que se financió esta expansión inicial del producto fue la pérdida de reservas internacionales; pérdida que durante 1986 ascendió a 535 millones de dólares.

Este desequilibrio flujo persistió durante 1987. Sin embargo, la compra de bienestar que un gobierno puede hacer emitiendo en exceso sólo es válida en el corto plazo; más allá, las expectativas inflacionarias se revierten y la factura de ese bienestar temporal se paga con creces en el mediano plazo con una fuerte recesión del aparato productivo y un agudo proceso inflacionario. Ambos problemas se agravan si es que se insiste por mucho tiempo con una política monetaria similar y no se cuentan con reservas para perder, como efectivamente ocurrió en el caso peruano.

Decimos que el gobierno puede valerse de esta fuente de financiamiento sólo en el corto plazo, en la medida en que el mismo programa económico adoptado no pueda levantar en dicho plazo las dos restricciones fundamentales a una política de aumento del gasto nominal: un mayor stock de reservas y un aumento en la producción acordes con el financiamiento monetario, de modo de no provocar presiones inflacionarias por un exceso de demanda. En la medida en que el ritmo inflacionario se acelera, los agentes económicos ya no estarán dispuestos a mantener —en sus bolsillos— dinero que va perdiendo su poder de compra. El resultado final es una reducción drástica de ventas internas —una recesión como la actual— debido al deterioro del ingreso real de los agentes económicos<sup>8</sup>.

El costo de dicha política se empieza a pagar cuando la tasa de inflación supera a la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Esto se puede apreciar en el siguiente cuadro<sup>9</sup>:

CUADRO No. 1

### LA EXPANSION MONETARIA Y SUS VIAS DE DESFOGUE

Oferta Monetaria Ex-Ante (Var. %)	Precios (Var. %)	Reservas (MM US\$)	Producto (Var. %)
1985 27.8	158.3	+368	1.9
1986 225.8	62.9	-535	8.5
1987 208.5	114.5	-915	6.9
1988 841.7	1722.3	-395	-9.0

Fuente: Banco Central de Reserva.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

### B. La "huida" del dinero

Un sistema financiero "sano" debe contar con una proporción mayor de depósitos en moneda nacional debido al peligro latente que significan las cuentas en moneda extranjera en un país de constantes crisis de balanza de pagos. En estas

situaciones la presión por cerrar la brecha externa, expresada en constantes devaluaciones, no hará sino acelerar el proceso inflacionario y acentuar la dolarización de dicho sistema financiero. Sin embargo, el sistema financiero peruano a fines del gobierno anterior era, sin duda, un sistema dolarizado, al tener más del 70 o/o de los depósitos en activos denominados en moneda extranjera.

Debido al gran respaldo popular con el cual contó el nuevo régimen y al éxito inicial de las medidas de congelación, los agentes económicos variaron significativamente sus expectativas inflacionarias, lo que condujo a un incremento en la cantidad real demandada de dinero; lo cual puede entenderse como un retraso en la aparición de la crisis, en la medida en que permitía una mayor tasa de crecimiento de la oferta monetaria sin que se generase un mayor desequilibrio monetario.

Una muestra de la reversión de las expectativas inflacionarias puede apreciarse revisando las cifras de la velocidad de circulación de M1 (véase el Gráfico No. 9). Este coeficiente se redujo en un 34 o/o entre diciembre de 1985 y junio del mismo año. Esto facilitó el proceso de desdolarización del sistema financiero que puso en marcha el gobierno "congelando" los Certificados Bancarios de Moneda Extranjera. De este modo, en diciembre de 1985 el cuasidineró en moneda extranjera ya era igual al denominado en moneda nacional, mientras doce meses antes era el doble del cuasidineró en moneda nacional, tal como se aprecia en el Gráfico No. 3 del anexo<sup>10</sup>.

Producto de la necesidad de financiar las importaciones que requería el programa implementado, el Banco Central de Reserva inició en agosto de 1985 una fuerte compra de dólares en el Mercado Financiero de moneda extranjera, lo cual se reflejó en los considerables aumentos en la emisión primaria. De este modo, en el mes de agosto de 1985 la emisión primaria creció en un 83 o/o y durante los siguientes cinco meses mantuvo una tasa de expansión promedio mensual del 20 o/o.

Sin embargo, este éxito inicial en el proceso de desdolarización de la econo-

mía, debía venir acompañado por una recomposición y crecimiento del ahorro financiero. El gobierno aprista consideró, erróneamente, a la tasa de interés como el precio del dinero y como componente de la inercia inflacionaria<sup>11</sup>.

Dentro del modelo teórico adoptado por el gobierno, la política de tasas de interés no podía contraponerse a la congelación de precios que se inició en agosto de 1985. De este modo, las tasas de interés para préstamos no sólo se congelaron sino que se redujeron en el mes de agosto de 300 o/o a 120 o/o, mientras que la tasa de interés para depósitos de ahorro pasó de 83 o/o a 46 o/o, la primera reducción antes de la congelación. En setiembre dichas tasas fueron de 83 o/o y 30 o/o, respectivamente.

En octubre del mismo año, se inicia un congelamiento por 16 meses de las tasas de interés para depósitos de ahorros, que se reducen a 19 o/o. Las tasas de interés para operaciones activas se reducirán a 50 o/o en octubre y a 45 o/o a partir de febrero de 1986 hasta setiembre del mismo año, mes en que se aumentan por primera vez a 48 o/o. Posteriormente, en abril de 1987, se elevan a 55.5 o/o; sin embargo, esta medida sólo será por tres meses, al cabo de los cuales se insiste en reducir las tasas de interés a 50 o/o, tasa fijada hasta marzo de 1988, mes que señala un punto de quiebre en la política de tasas de interés del presente gobierno, producto de la aceleración de la inflación. Se revierte el proceso y en setiembre de 1988 se alcanza la tasa de 300 o/o que se tenía a inicios del gobierno.

Esta continua reducción de tasas de interés no impidió el rebrote de la inflación, producto del desequilibrio monetario que había sido inducido; es más, produjo que las tasas reales de interés pasaran, en setiembre de 1986 —en el mejor momento del gobierno—, de -5.9 o/o y -22.9 o/o para operaciones activas a más de un año y depósitos de ahorro, respectivamente, a -56.4 o/o y -76.0 o/o dos años más tarde.

Un aspecto que se debe tener en cuenta en el diseño de toda política de ta-

sas de interés es que el fijarlas —tornándolas negativas en un proceso inflacionario— ocasionan una distorsión en la asignación del crédito y en la calidad de la inversión. Ante niveles tan negativos en la tasa de interés activa, como se aprecia en el Gráfico No. 5, un proyecto de inversión con rentabilidad negativa se hace rentable por el subsidio que implica el recibir un crédito del sistema financiero. Además, como se puede inferir de estas cifras y del gráfico de tasas reales de interés, el ahorro financiero de la economía se redujo a la cuarta parte de lo que era a inicios del régimen.

La huida del cuasidinero la podemos visualizar como el porcentaje que representa M1 de M2, es decir, la proporción de dinero y billetes en circulación a depósitos en moneda nacional, tanto a plazo como de ahorros. El Gráfico No. 6 muestra que a partir de julio de 1987, los agentes económicos hicieron un cambio significativo en su portafolio financiero, optando por regresar al dólar, cuya cotización en el mercado paralelo empieza a separarse cada vez más de la tasa oficial. Asimismo, en esta recomposición de cartera, muchos optaron por bienes, como se mencionará más adelante.

Lo más lamentable de esta huida del cuasidinero en moneda nacional, es que ésta ha sido tan drástica que el sistema financiero actual se encuentra nuevamente dolarizado. Si revisamos las cifras del ahorro financiero por monedas, veremos que, el 31 de diciembre de 1988, los depósitos en moneda extranjera ascienden a 639 millones de dólares; de otro lado, el ahorro financiero en moneda nacional alcanza la cifra de 219,054 millones de intis (438 millones de dólares). Uno de los problemas más difíciles de resolver para el próximo gobierno será la licuación de esta "deuda interna" expresada en dólares. Si se optase por pagar la deuda al dólar bancario, el monto de la cuenta pendiente ascendería a más de 1'150,000 millones de intis (1.15 billones de intis), es decir, casi el doble de la actual masa monetaria en moneda nacional.

El gobierno en vez de implementar una política de fomento al ahorro financie-

ro en moneda nacional, el cual creció —en 1985 y 1986— producto de la desdolarización, siguió considerando a la tasa de interés como un costo financiero más que un instrumento de fomento al ahorro financiero, provocando que los depósitos de ahorro pasaran de 228 millones de intis de diciembre de 1980 en enero de 1987 a sólo 52 en diciembre de 1988. Del mismo modo, los depósitos a plazo cayeron de 248 millones en junio de 1987 a 32 millones en diciembre de 1988, tal como se puede apreciar en el Cuadro No. 2 y en el Gráfico No. 4 del anexo.

De acuerdo con la teoría del portafolio, los agentes económicos optan por mantener su riqueza en una combinación que maximice su rentabilidad esperada. En palabras simples, los individuos ahorrarán en aquello que consideren más rentable. Debemos señalar que no sólo se deben considerar los activos financieros, sino también activos tan diversos como bolsas de cemento, ladrillos o aparatos electrodomésticos —estos últimos con alto componente importado—, que fueron tres de tantos bienes que pasaron a cumplir la primera función que el dinero pierde en un proceso inflacionario: la de reserva de valor. Además, las distorsiones de precios relativos durante estos tres años y medio de gestión aprista, originaron que muchas veces lo más rentable resultase comprar bienes y no necesariamente destinar el dinero a dólares como se tiende a creer.

Aunque dadas las características iniciales del proceso, es decir, una terca posición<sup>12</sup> respecto a la poca importancia conferida tanto a la política monetaria como al fomento de las exportaciones como posibilidad de mayores divisas, el permanente premio del tipo de cambio paralelo frente a la inflación era bastante previsible, una vez que las expectativas favorables no fuesen suficientes para contener la exagerada emisión monetaria de 1986 y 1987. A continuación presentamos el Cuadro No. 2, que compara las variaciones porcentuales del tipo de cambio paralelo frente a la inflación. Las conclusiones resultan obvias.

CUADRO No. 2  
TIPO DE CAMBIO PARALELO vs  
INFLACION

Período	T.C. Paralelo (Var. %)	Inflación (Var. %)
Dic. 85/Ago. 85	0.1	12.6
Dic. 86/Dic. 85	15.2	62.9
Dic. 87/Dic. 86	349.2	114.5
Dic. 88/Dic. 87	1,878.0	1,722.3
85-IV	-0.1	8.7
86-I	0.1	15.4
86-II	0.1	11.4
86-III	1.8	12.6
86-IV	13.0	12.6
87-I	4.6	18.5
87-II	93.4	18.2
87-III	26.8	22.7
87-IV	75.0	24.8
88-I	16.5	54.6
88-II	74.5	39.2
88-III	131.1	241.1
88-IV	321.1	148.2

Fuente: I.N.E., B.C.R.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Esta constante pérdida de riqueza que implicaba mantener los saldos monetarios en algún activo financiero en moneda nacional, provocó la caída del ahorro financiero, como porcentaje del producto bruto interno, a niveles realmente bajos. Este coeficiente de intermediación de la economía que estaba en 10 o/o al inicio de este gobierno, se ha reducido a menos del 5 o/o; es decir, las posibilidades de financiamiento interno no inflacionario, van quedando cada vez más lejos.<sup>13</sup>

Este deterioro del rol fundamental de las instituciones financieras —la intermediación financiera—, originó la aparición de una serie de distorsiones en el mercado financiero. Por un lado, las tasas reales tan negativas motivaron la reducción de los fondos prestables para las empresas; el surgimiento de la llamada “banca paralela”, que no son sino empresas que captan y prestan dinero informalmente a una tasa de interés superior a la del mercado for-

mal, agravando de este modo la situación para los intermediarios financieros formales e incrementando el costo del capital para las empresas. Además, a partir del segundo trimestre de 1987 se impuso coeficientes de cartera marginales a los bancos comerciales, los cuales debían prestar al menos el 45 o/o de sus nuevos depósitos en el distrito financiero donde captaran dichos fondos; y dependiendo de la ubicación del banco debían destinar entre el 5 o/o (Lima Metropolitana) y el 36 o/o (Norte) a préstamos para financiar actividades agropecuarias.

### C. El olvido de la fungibilidad del dinero: la política de crédito agrícola

Crear que destinar un inti al agro implica aumentar en un inti el gasto en bienes agrícolas es un grave error de concepto. Este error fue el que se cometió durante 1986 e inicios de 1987, al incrementarse en 100 o/o en términos reales el crédito al Banco Agrario. Cabe preguntarse en qué proporción esta política de crédito barato y masivo al agro implicó un aumento en el nivel de producción agropecuario y en qué medida sólo terminó por reflejarse en un mayor nivel general de precios.

Resulta claro que el dinero que entrega el Banco Central de Reserva —por intermedio del Banco Agrario— a los agricultores tiene el mismo fin de destinos que aquel dinero que está en manos de cualquier individuo. De este modo, el gobierno sólo puede controlar la primera vuelta de ese dinero, las restantes vueltas estarán sujetas a las expectativas de cada agente en particular. Debido a esto, la presión sobre la balanza de pagos y sobre el nivel general de precios no se hizo esperar.

Más aún, el entregar estos fondos a tasas muy por debajo de las ya bajas tasas de interés para préstamos comerciales —tal como se aprecia en el Cuadro No. 3— distorsionó el mercado de créditos<sup>14</sup>. De este modo, se propició la corrupción administrativa para obtener dichos fondos baratos para destinarlos a cualquier otro destino

diferente al de financiar la actividad agropecuaria. Sin duda, resultaría interesante realizar un estudio para investigar cómo cambió el patrón de consumo de poblaciones ubicadas en el Trapecio Andino, producto de este inusitado flujo de recursos a tan bajo precio.

Esta política crediticia expansiva terminó por derrumbarse a partir de abril de 1987, año en que se redujo un 8 o/o; esta caída se acentuó en 1988, alcanzando la cifra de -82 o/o con respecto a 1987. A diciembre de 1988, el monto de crédito otorgado al Banco Agrario sólo representa algo más de la cuarta parte del nivel de junio de 1985, tal como se presenta en el Cuadro No. 4 y en el Gráfico No. 7 del anexo.

CUADRO No. 3

TASAS DE INTERES AGRICOLAS vs. COMERCIALES<sup>a</sup>

Fecha	Comercial <sup>b</sup>	Agrícola <sup>c</sup>
5 de Agosto de 1985	110	23
26 de Agosto de 1985	75	21
1 de Octubre de 1985	45	14
16 de Febrero de 1986	40	8
17 de Julio de 1987	32	4
11 de Marzo de 1988	55	6
15 de Junio de 1988	120	10
1 de Setiembre de 1988	255	11

a/ Máximas tasas efectivas.

b/ A menos de un año.

c/ Tasa de interés de la línea de Fomento Agropecuario del Banco Agrario.

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

D. La hiperinflación o "cuando el dinero ya no interesa"

La conclusión de este fracasado modelo de desarrollo concuerda estrictamente con la teoría económica que hemos presentado. Tenemos que, una vez agotadas las vías de desfogue de las reservas in-

ternacionales y del crecimiento del producto bruto interno, el ritmo inflacionario empezó a ser cada vez mayor, como se puede apreciar en el Gráfico No. 8 del anexo, llegando al punto máximo en setiembre, con un ritmo de inflación anualizado de 928,615 o/o, mes que marca el inicio de la primera hiperinflación peruana.

Si la huida del cuasidinero en moneda nacional es reflejo de una situación de expectativas de alta inflación y baja remuneración a los depósitos, el proceso que surge a raíz de una situación hiperinflacionaria es una huida del dinero nacional. Esta huida se puede comprobar por el crecimiento de más del 150 o/o en la velocidad ingreso de circulación de M2 durante 1988<sup>15</sup>.

Señalábamos al inicio del análisis, que la característica fundamental de la política económica del gobierno actual había sido la poca comprensión de la importancia del dinero. El llevar a una economía a una hiperinflación así lo demuestra; más aún si consideramos que no existen situaciones de emergencia nacional como podría ser una guerra civil o internacional que justifique, de algún modo, el desequilibrio monetario coyuntural. La importancia del dinero (v.gr. de una moneda estable) va más allá de las políticas macroeconómicas coyunturales, es un elemento del desarrollo. El dinero fiduciario, tal como lo conocemos ahora, representado por billetes de bancos centrales de emisión, al haber desplazado a otras formas, como el dinero mercancía o al trueque, implica un aumento en el bienestar de la sociedad en la medida en que se ahorran recursos productivos.

Consecuentemente, el costo principal de una hiperinflación es perder el aumento en el bienestar que la producción de dinero fiduciario significa. Nos referimos a los costos de transacción que implica sustituir el medio de pago actual —el inti—.

En la medida en que el dinero nacional pierda completamente su poder adquisitivo<sup>16</sup>, simplemente no será aceptado como tal, reduciéndose su demanda al mínimo.

Cuando uno demanda dinero, lo hace por las funciones que ese dinero de-



bería satisfacer. Podemos hablar de cuatro funciones básicas del dinero:

- a) Medio de cambio
- b) Unidad de cuenta
- c) Estándar de pagos diferidos
- d) Forma de mantener riqueza en el tiempo.

Resulta evidente que las últimas dos funciones son las primeras que se pierden cuando tenemos una tasa inflacionaria en ascenso. Algo más difícil es sustituir la moneda nacional como unidad de cuenta generalizada. Aunque en nuestro país, las experiencias de "dolarización" de la economía han pasado en estos últimos años a ser la "situación corriente".

Sin embargo, la pérdida de la primera función, es decir, el repudio del inti como medio de cambio, es algo mucho más extremo y que no podríamos decir que es algo generalizado en la actual coyuntura económica.

El repudio del inti como medio de cambio significa, además, la ruina de los ya disminuidos ingresos fiscales, en la medida en que dicho rechazo significa reducir hasta cero la base imponible del impuesto inflación: los saldos monetarios mantenidos por el público.

La forma de medir —al menos tentativamente— este rechazo al inti como medio de cambio, es decir la brusca reducción en la cantidad demandada de intis, es analizar el comportamiento de la velocidad ingreso de circulación de M1, mostrado en el siguiente cuadro y en el Gráfico No. 9 del anexo.

**CUADRO No. 4**

**VELOCIDAD INGRESO DE CIRCULACION  
DE M1 Y M2**

Período	Vel. Circ. M1 (Var. %)	Vel. Circ. M2 (Var. %)
Dic. 85/Jun. 85	- 33.7	- 36.1
Dic. 86/Dic. 85	- 20.0	- 17.8
Dic. 87/Dic. 86	- 11.0	- 5.6
Dic. 88/Dic. 87	106.2	155.9

Fuente: B.C.R., I.N.E.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Estas cifras deben interpretarse como un reflejo del creciente rechazo al inti como dinero. Ahora sí, los responsables de la política monetaria aprista podrán decir —y con razón— que "el dinero (el inti) ya no interesa".

Resulta, pues, responsabilidad de los bancos centrales el brindar efectivamente una moneda estable. Sin embargo, la pérdida de autonomía del Banco Central de Reserva en cuanto al diseño y ejecución de la política monetaria ha sido evidente a lo largo de este gobierno.

En teoría, una hiperinflación no debería causar otro costo que el cambiar de medio de cambio. Sin embargo, en la medida en que los agentes económicos no tengan previsión perfecta, o existan inflexibilidades en los precios, una hiperinflación producirá costos adicionales al alterar los precios relativos, es decir, afectando variables reales; como efectivamente ha ocurrido en la actual experiencia peruana.

Reseñemos cuáles son esos otros costos que trae consigo un proceso hiperinflacionario acompañado por desequilibrios en los precios relativos o mecanismos de indexación parciales. Salarios reales y niveles de ingreso y consumo en caída pronunciada; una situación de malestar colectivo por la fuerte reducción en la demanda por trabajo, así como una creciente inestabilidad política; un desperdicio de recursos, producto de la permanente revisión de los contratos; una distorsión de precios relativos y una asignación ineficiente de recursos; colapso de la intermediación financiera, así como la desaparición del hábito del ahorro y una ineficiente asignación intertemporal de recursos.<sup>17</sup>

A todos estos costos hay que añadir el efecto que tiene un proceso hiperinflacionario sobre las cuentas fiscales. Al respecto, podemos decir que así como el impuesto inflación es aquella recaudación que capta el Estado de aquellos agentes que mantienen saldos monetarios, el efecto Olivera-Tanzi, representa un subsidio que da el Estado a aquellos contribuyentes que no pagan con puntualidad sus impuestos, pues al demorar el pago de los impuestos —en un escenario altamente inflacionario—

lleva a una reducción drástica en la recaudación real del gobierno.

### III. Conclusiones

1. La política económica del gobierno actual fue, sin duda alguna, una política de corto plazo, cuya prolongación requería levantar dos fuertes restricciones: la de divisas y la de ampliar la base productiva y eliminar los desequilibrios creados en los precios relativos. Ninguno de estos obstáculos se lograron eludir, de aquí que el modelo adoptado haya tenido como consecuencia final un proceso hiperinflacionario y una fuerte recesión del aparato productivo.

2. La política monetaria de corto plazo realizada consigue efectivamente "hacer crecer" a la economía; pero este crecimiento se revierte, producto del agudo proceso inflacionario que ocasiona. El límite pues, a este tipo de política monetaria es el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos.

3. La política monetaria del gobierno olvidó el fomento del ahorro financiero en moneda nacional, diseñando una política de tasas de interés que "no debía remunerar a los sectores rentistas y especulativos de la sociedad", como se dijo alguna vez.

4. La "Banca Paralela" es, en sentido estricto, una clásica respuesta económica ante una limitación severa impuesta a un determinado mercado, en este caso particular, al financiero. En palabras sencillas, un mercado paralelo frente a un mercado controlado en exceso. Su desaparición exige, por tanto, eliminar las trabas

que impiden el normal funcionamiento del sistema de intermediación financiera.

5. Dentro de la concepción teórica de los responsables de la política económica, se percibe una suerte de "ir dándose cuenta" de que los esquemas teóricos aplicados no correspondían a lo que la realidad les mostraba. Hay dentro del diseño y manejo de la política monetaria errores de concepto; tal es el caso de la política de crédito agrícola. Otro ejemplo lo constituye la política de control de precios y subsidios que acabó distorsionando seriamente la estructura de precios relativos de la economía.

6. Un punto mucho más delicado es la crítica al Banco Central como institución. La facilidad con que un gobierno puede obtener un tercer poder en la economía (además del ejecutivo y legislativo) está muy ligado a la "vieja" discusión entre aquellos a favor de una regla monetaria versus quienes proponen otorgar al Banco Central la posibilidad de efectuar políticas discrecionales.

7. La causa de la hiperinflación es clara: los fuertes desequilibrios monetarios en que se incurrió durante 1986, 1987 y parte de 1988. El deterioro de las expectativas agudizó el proceso.

8. Los resultados que se pueden esperar para el año 1989 son la continuación de la recesión así como la agudización del problema inflacionario. Lo primero, producto de las distorsiones en los precios relativos de nuestra economía y lo segundo, por expectativas inflacionarias exacerbadas por la incapacidad de los responsables de la política económica para combatir este problema.

## NOTAS

- (1) Estoy en deuda con Rosa Ana Balcázar S., Carlos Barrera Ch., Jorge Gonzáles Izquierdo, Felipe Portocarrero S. y Julio Velarde por sus valiosos comentarios. Obviamente, cualquier error es de mi total responsabilidad. Asimismo, agradezco el apoyo brindado por el Equipo de Coyuntura Económica del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- (2) Es decir, el poder discrecional que tiene el Banco Central de emitir un instrumento que funcione como medio de pago de aceptación general en una economía. En la medida en que la autonomía del Instituto Emisor se pierde, esta vía de financiamiento resulta más disponible para el Gobierno Central.
- (3) Véase el desarrollo teórico que sustenta estos conceptos en: FRIEDMAN, Milton, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", en: *Journal of Political Economy*, 1970; y "A Monetary Theory of Nominal Income", en: *Journal of Political Economy*, 1971.
- (4) Es decir, o no hay más reservas para perder, o no hay capacidad instalada ociosa que poner a trabajar; puesto que teóricamente, no existe límite al crecimiento del nivel de precios de una economía.
- (5) Recordemos que las variaciones en la emisión primaria tienen un origen interno (crédito interno del BCR al sector público, al sector privado y al sistema bancario) y un origen externo (variación en reservas internacionales). Por su parte, la Oferta Monetaria se le define como la suma del crédito interno más el nivel de reservas internacionales valoradas al tipo de cambio oficial.
- (6) La forma de cálculo es la siguiente:  $M^{S*} = C^* + K^* + C^*.K^*$ . Donde: C es el crédito interno del Banco Central de Reserva; K es el multiplicador de M2, y el (\*) indica variación porcentual de la variable.
- (7) El desarrollo teórico de este tipo de política económica puede revisarse en HARBERGER, Arnold, "Una Visión Moderna del Fenómeno Inflacionario", en: *Cuadernos de Economía*, No. 43, pp. 3-19, diciembre 1977.
- (8) Por ejemplo, el Ingreso Mínimo Legal disminuyó en 39.9 o/o entre diciembre de 1988 y 1987. En el mismo período las remuneraciones del gobierno se redujeron en 70 o/o y las del sector privado en 50 o/o en promedio.
- (9) Véase el Cuadro No. 1 del anexo, donde se detalla la información por semestres.
- (10) El crecimiento del cuasidinero en moneda nacional fue tan fuerte que el Banco Central optó por cuadruplicar la tasa de encaje en moneda nacional, de 19.8 o/o en julio de 1985 a 78.3 o/o en noviembre del mismo año.
- (11) Cuando se habla del precio del dinero, debemos ser enfáticos en señalar que éste se mide por la inversa del nivel de precios de la economía; y de ninguna manera por la tasa de interés, la cual es el precio del crédito; se confunde el mercado de dinero con el de crédito. Asimismo, tampoco es correcto decir que es la inversa de la tasa de inflación, puesto que esta cifra no tiene sentido alguno. La idea es mostrar cuál es el valor de una unidad de dinero (un inti) en términos de los precios de los otros bienes. Una excelente crítica a la política de tasas de interés se puede encontrar en VELARDE, Julio, "Sobre el Impacto Inflacionario de las Tasas de Interés", en: ALVAREZ, A. et al., *La Urgencia del Cambio: Propuestas de Política Económica*, pp. 149-154, Lima, CIUP, 1988.
- (12) O quizás, para ser más exactos, debemos decir: una "audaz" posición.
- (13) La vía de financiamiento mediante bonos, también fue intentada por este gobierno al lanzar los Bonos Nacionales, los cuales como señaláramos en un artículo aparecido en *El Comercio* ("Los Bonos Nacionales: Son buenos, pero ¿se pagarán?") de 18 de noviembre de 1988, tenían el claro peligro de ser un fracaso —y agravar el problema— más que una alternativa de financiamiento del gasto público y ayudar a resolverlo.
- (14) Si bien estas tasas no son las tasas promedio de los préstamos agrícolas, nos dan una idea del grado de distorsión y de lo inmensamente rentable que era el poder conseguir financiamiento bajo este tipo de líneas de crédito fuertemente subsidiadas.
- (15) Recordemos que el cálculo de la velocidad ingreso de circulación no es sino la inversa del coeficiente de monetización de la economía, tomando en este caso el agregado monetario M2.
- (16) Este está medido por la inversa del nivel de precios promedio de la economía.
- (17) Revisar al respecto: WORLD BANK, "Report on Peru", en: *Peru Report*, Vol. 2, No. 12, Lima, diciembre 1988, pp. 34-35.

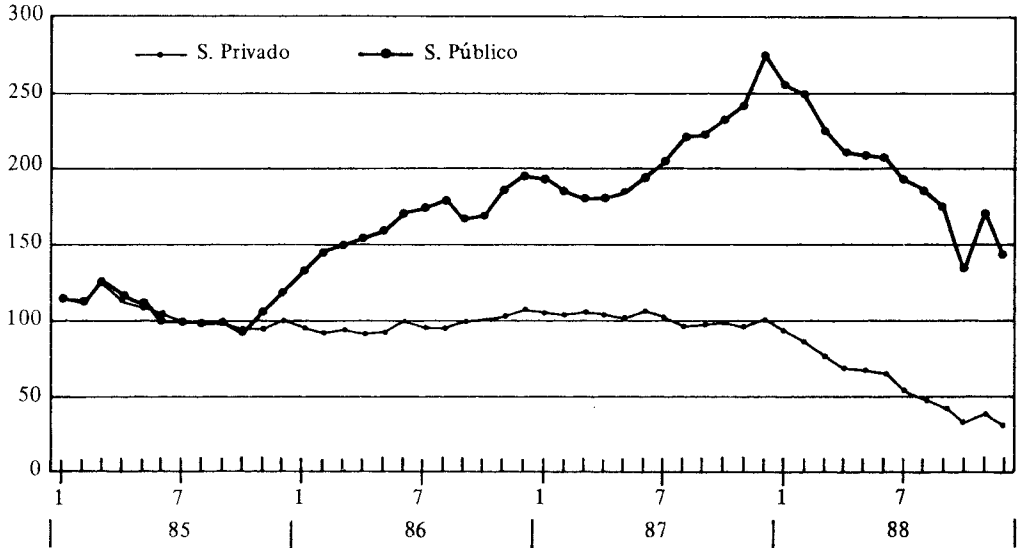
## BIBLIOGRAFIA

- DORNBUSCH, Rudiger, *Peru on the Brink*, julio 1988, (mimeo).
- FERGUSSON, Adam, *Cuando Muere el Dinero (El derrumbamiento de la República de Weimar)*, Madrid, Alianza Editorial, 1975.
- FRIEDMAN, Milton, "The Role of Monetary Policy", en: *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, 1968.
- , "A Theoretical Framework for Monetary Analysis", en: *Journal of Political Economy*, 1970.
- , "A Monetary Theory of Nominal Income", en: *Journal of Political Economy*, 1971.
- GONZALES IZQUIERDO, Jorge, "Dinero, Emisión Monetaria y la Economía Nacional", en: *Moneda*, Año 1, No. 4, B.C.R., octubre 1988.
- , "Expectativas Racionales, Teoría Económica y Política Económica", en: *Moneda*, Año 1, No. 9, pp. 26-29, B.C.R., marzo 1988.
- , "¿Quo Vadis Alan?", en: ALVAREZ, A. et al., *La Urgencia del Cambio: Propuestas de Política Económica*, pp. 97-104, Lima, CIUP, 1988.
- HARBERGER, Arnold, "Una Visión Moderna del Fenómeno Inflacionario", en: *Cuadernos de Economía*, No. 43, pp. 3-19, diciembre 1977.
- MORON, Eduardo, "Los Bonos Nacionales: Son buenos, pero ¿se pagarán?", en: *El Comercio*, 18 de noviembre de 1988.
- RAMOS, Joseph, "Inflación Persistente, Inflación Reprimida e Hiperestanflación. Lecciones de Inflación y Estabilización en Chile", en: *Cuadernos de Economía*, No. 43, 1977, pp. 65-108.
- SCHULDT, Jürgen, *¿Hacia la Hiperinflación en el Perú?*, Lima, CIUP, Documento de Investigación No. 1, 1988.
- VELARDE, Julio, "Sobre el Impacto Inflacionario de las Tasas de Interés", en: ALVAREZ, A. et al., *La Urgencia del Cambio: Propuestas de Política Económica*, pp. 149-154, Lima, CIUP, 1988.
- , "La Necesidad de Políticas Radicales de Desinflación", en: ALVAREZ A. et al., *La Urgencia del Cambio: Propuestas de Política Económica*, pp. 105-114, Lima, CIUP, 1988.
- WORLD BANK, "Report on Peru", en: *Peru Report*, Vol. 2, No. 12, Lima, diciembre 1988.

**ANEXO DE GRAFICOS Y CUADROS**

Gráfico No. 1

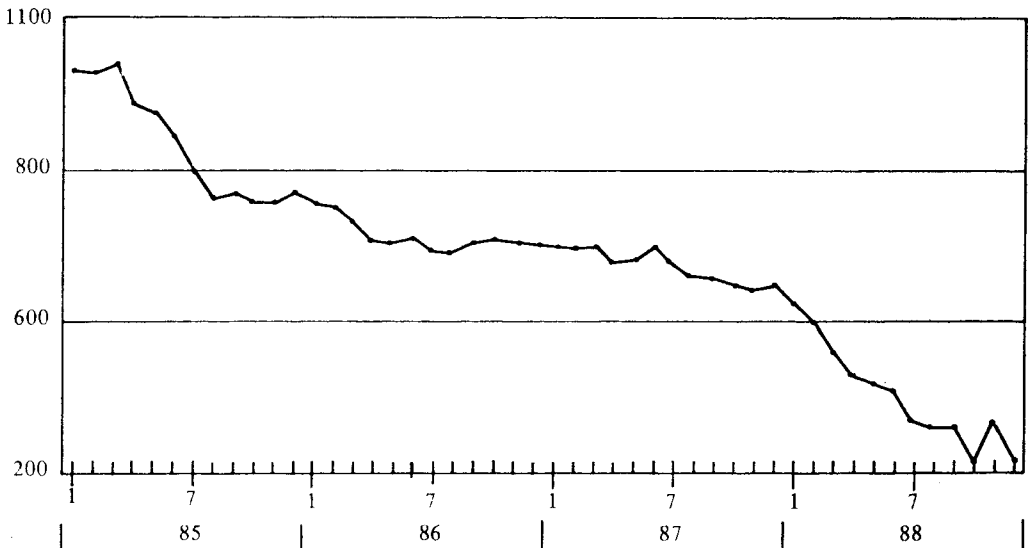
**CREDITO REAL POR SECTORES**  
(Indice Base Julio 1985 = 100.0)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Gráfico No. 2

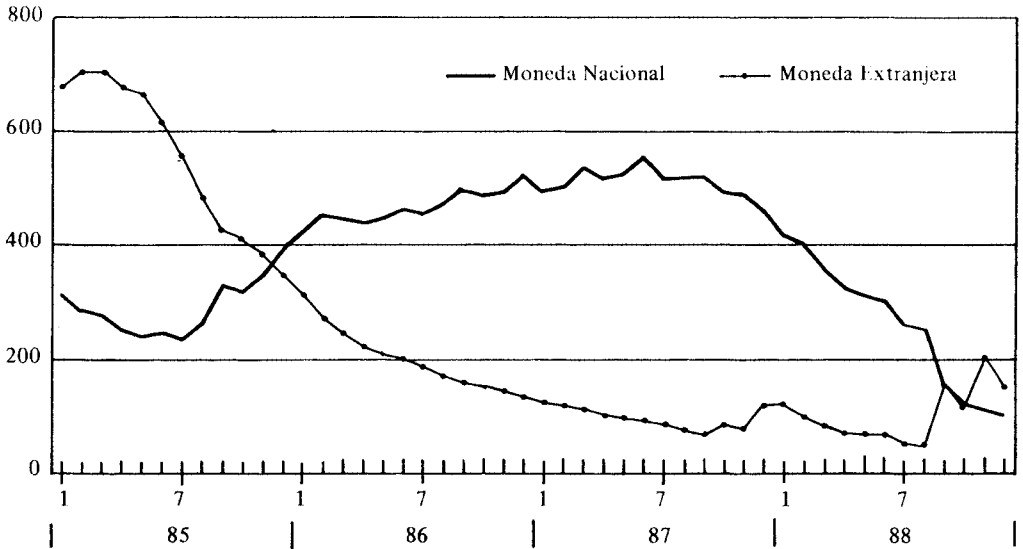
**AHORRO FINANCIERO REAL - MON. NACIONAL**  
(Millones de Intis - Dic. 80)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Gráfico No. 3

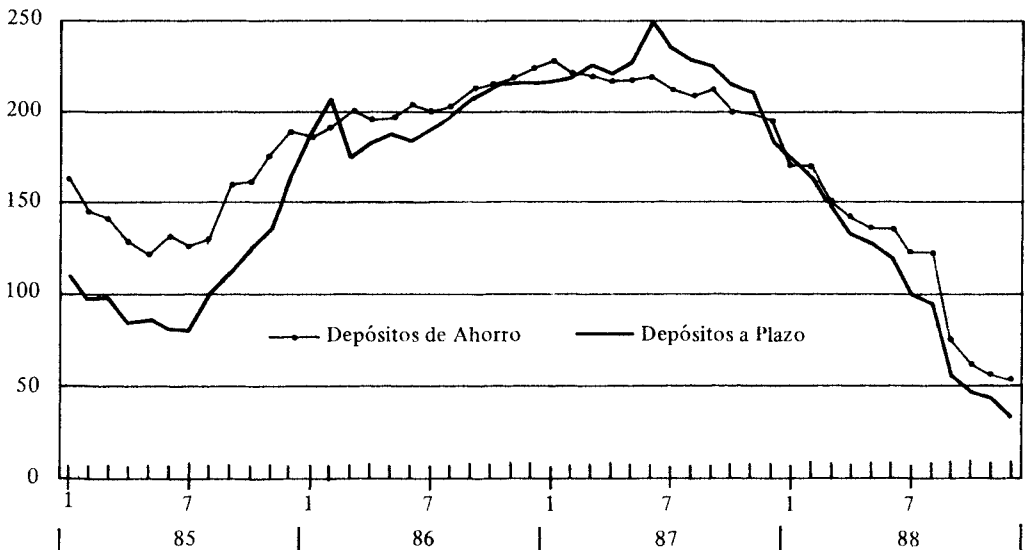
**CUASIDINERO REAL POR MONEDAS**  
(En Millones de Intis - Dic. 80)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

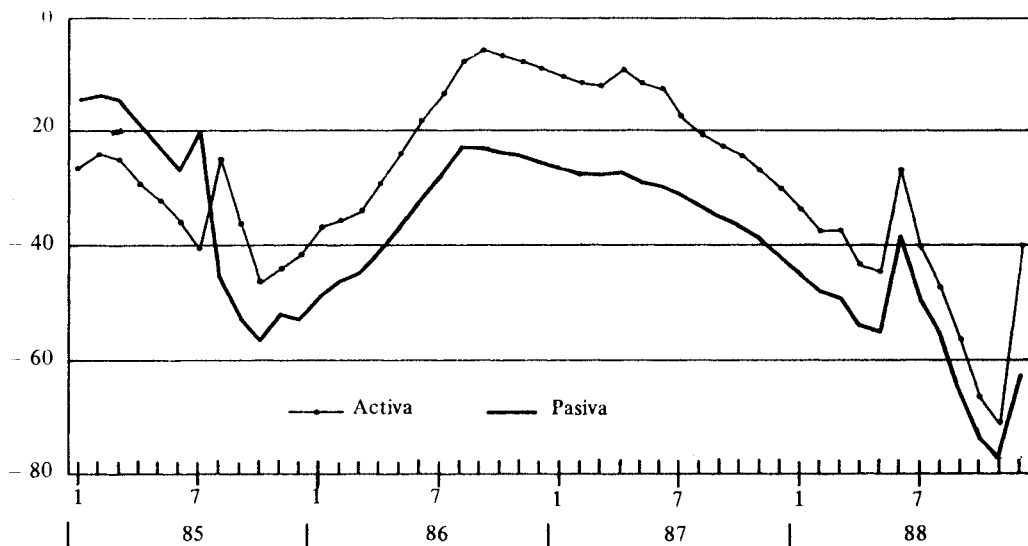
Gráfico No. 4

**EVOLUCION DEL AHORRO FINANCIERO**  
(Millones de Intis - Dic. 80)



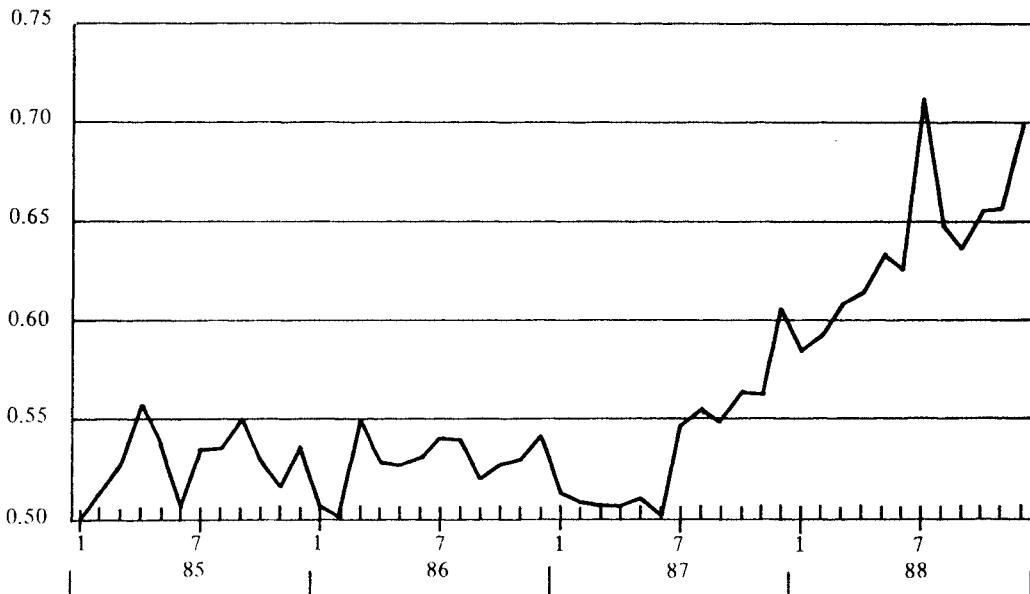
Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Gráfico No. 5  
**TASAS DE INTERES: ACTIVA Y PASIVA**  
 (Tasas Porcentuales)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
 Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

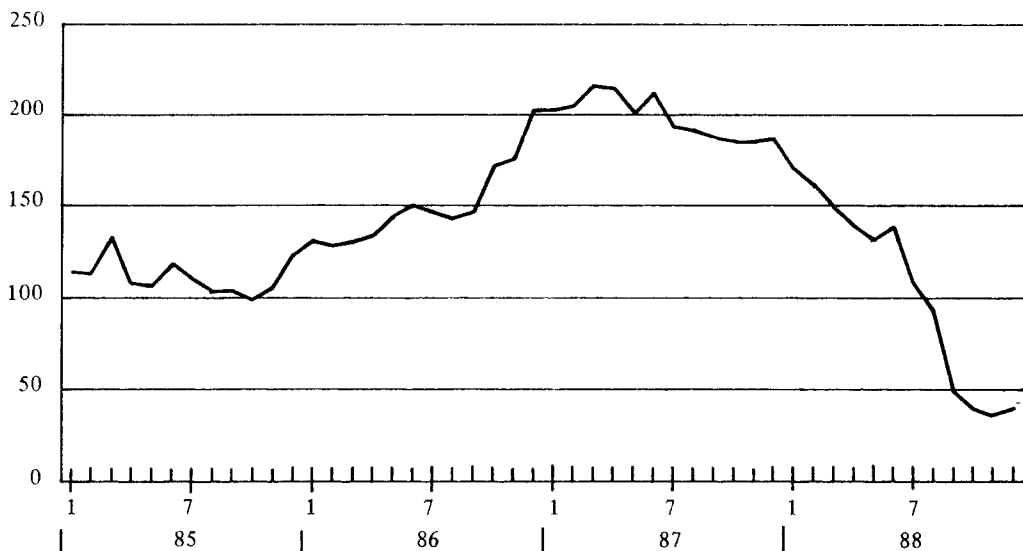
Gráfico No. 6  
**LA HUIDA DEL CUASIDINERO: M1/M2**



Fuente: Banco Central de Reserva.  
 Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Gráfico No. 7

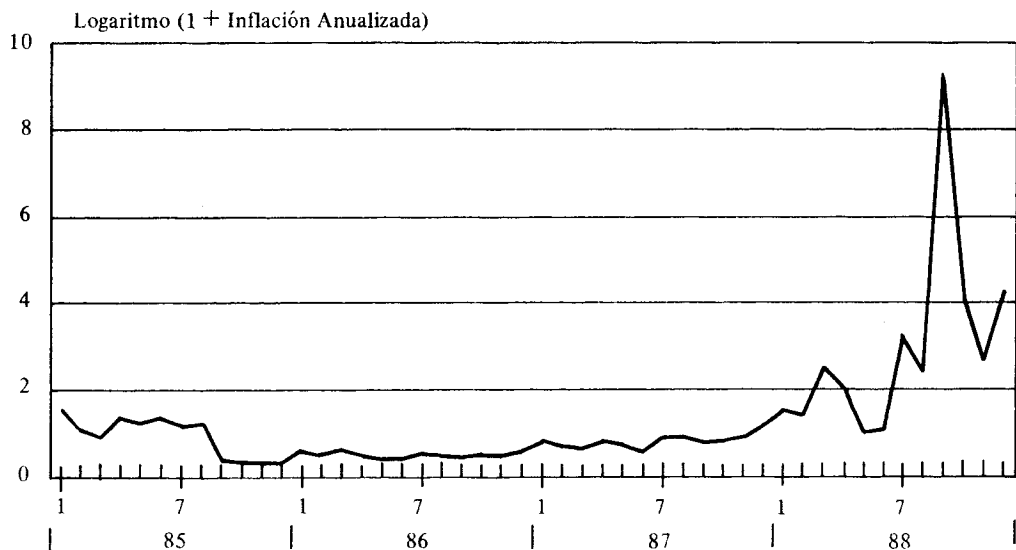
**CREDITO REAL DEL BANCO AGRARIO**  
(En Millones de Intis - Dic. 80)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

Gráfico No. 8

**RITMO INFLACIONARIO**  
(Tasa Mensual Anualizada)

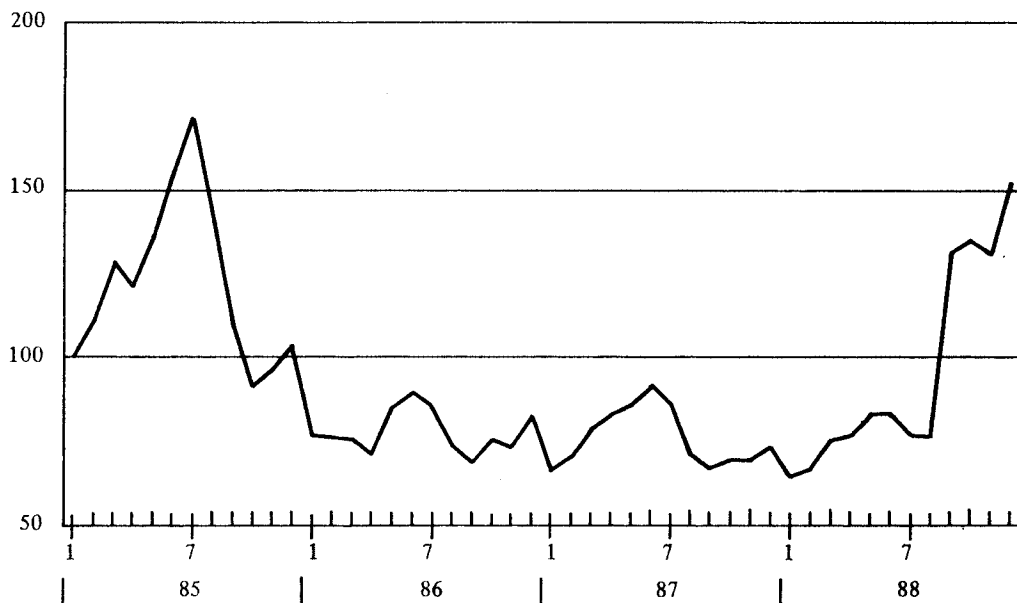


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.



Gráfico No. 9

**VELOCIDAD INGRESO DE CIRCULACION DE M1**  
(Indice Base Enero 1985 = 100.0)



Fuente: Banco Central de Reserva.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

CUADRO No. 1

**LA EXPANSION MONETARIA Y SUS VIAS DE DESFOGUE**

	<b>Oferta Monetaria Ex-Ante (Var. %)</b>	<b>Precios (Var. %)</b>	<b>Reservas (MM US\$)</b>	<b>Producto (Var. %)</b>
85-I	39.0	87.7	- 154	- 0.3
85-II	- 7.8	37.6	522	- 2.6
86-I	79.9	28.5	- 215	5.6
86-II	80.8	26.8	- 320	10.4
87-I	48.0	40.1	- 168	0.6
87-II	108.1	53.1	- 747	4.0
88-I	68.1	115.3	- 223	- 2.9
88-II	460.3	746.5	- 172	-15.0

Fuente: B.C.R., I.N.E.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

## CUADRO No. 2

**AHORRO FINANCIERO REAL**  
 (Millones de Intis Dic. 1980)

	Depósitos de Ahorro		Depósitos a Plazo		Otros		Moneda Extranjera		Total Ahorro Financiero		Ahorro Financiero Moneda Nacional	
	Moneda Nacional		Moneda Nacional		Moneda Nacional							
	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %
Dic. 1985	188	- 0.5	164	32.3	50	- 9.1	352	- 46.7	754	- 26.7	402	9.2
Dic. 1986	223	18.6	215	31.1	83	66.0	133	- 62.2	654	- 13.3	521	29.6
Dic. 1987	191	-14.3	185	-14.0	77	- 7.2	119	- 10.5	572	- 12.5	453	-13.1
Dic. 1988	52	-72.8	32	- 82.7	10	-87.0	137	15.1	231	- 59.6	94	-79.2
Julio 1985	126	- 3.8	80	0.0	36	-10.0	555	- 10.5	797	- 8.1	242	- 2.4
Agosto	130	3.2	100	25.0	54	50.0	464	- 16.4	748	- 6.1	284	17.4
Setiembre	160	23.1	111	11.0	41	-24.1	444	- 4.3	756	1.1	312	9.9
Octubre	161	0.6	124	11.7	37	- 9.8	414	- 6.8	736	- 2.6	322	3.2
Noviembre	175	8.7	136	9.7	37	0.0	389	- 6.0	737	0.1	348	8.1
Diciembre	188	7.4	164	20.6	50	35.1	352	- 9.5	754	2.3	402	15.5
Ene. 1986	186	- 1.1	188	14.6	49	- 2.0	312	- 11.4	735	- 2.5	423	5.2
Febrero	189	1.6	206	9.6	59	20.4	272	- 12.8	726	- 1.2	454	7.3
Marzo	199	5.3	174	-15.5	75	27.1	247	- 9.2	695	- 4.3	448	- 1.3
Abril	195	- 2.0	182	4.6	64	-14.7	222	- 10.1	663	- 4.6	441	- 1.6
Mayo	196	0.5	187	2.7	68	6.3	208	- 6.3	659	- 0.6	451	2.3
Junio	203	3.6	184	- 1.6	76	11.8	203	- 2.4	666	1.1	463	2.7
Julio	200	- 1.5	191	3.8	67	-11.8	186	- 8.4	644	- 3.3	458	- 1.1
Agosto	203	1.5	197	3.1	72	7.5	170	- 8.6	642	- 0.3	472	3.1
Setiembre	212	4.4	206	4.6	81	12.5	159	- 6.5	658	2.5	499	5.7
Octubre	214	0.9	213	3.4	83	2.5	152	- 4.4	662	0.6	510	2.2
Noviembre	216	0.9	216	1.4	84	1.2	143	- 5.9	658	- 0.6	516	1.2
Diciembre	223	3.2	215	-0.5	83	- 1.2	133	- 7.0	654	- 0.6	521	1.0

(Continúa)

(Continuación)

	Depósitos de Ahorro		Depósitos a Plazo		Otros		Moneda Extranjera		Total Ahorro Financiero		Ahorro Financiero Moneda Nacional	
	Moneda Nacional		Moneda Nacional		Moneda Nacional		Moneda Extranjera		Moneda Nacional		Moneda Nacional	
	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %	Mills. I/.	Var. %
Enero 1987	228	2.2	216	0.5	78	- 6.0	127	- 4.5	649	- 0.8	522	0.2
Febrero	220	- 3.5	219	1.4	87	11.5	121	- 4.7	647	- 0.3	526	0.8
Marzo	220	0.0	224	2.3	91	4.6	113	- 6.6	648	0.2	535	1.7
Abril	216	- 1.8	220	- 1.8	83	- 8.8	100	- 11.5	619	- 4.5	519	- 3.0
Mayo	216	0.0	227	3.2	83	0.0	97	- 3.0	623	0.6	526	1.3
Junio	220	1.9	248	9.3	86	3.6	95	- 2.1	649	4.2	554	5.3
Julio	211	- 4.1	234	- 5.6	82	- 4.7	86	- 9.5	613	- 5.5	527	- 4.9
Agosto	209	- 0.9	227	- 3.0	81	- 1.2	74	- 14.0	591	- 3.6	517	- 1.9
Setiembre	212	1.4	223	- 1.8	86	6.2	66	- 10.8	587	- 0.7	521	0.8
Octubre	200	- 5.7	214	- 4.0	80	- 7.0	81	22.7	575	- 2.0	494	- 5.2
Noviembre	198	- 1.0	210	- 1.9	82	2.5	76	- 6.2	566	- 1.6	490	- 0.8
Diciembre	195	- 1.5	184	- 12.4	79	- 3.7	116	52.6	574	1.4	458	- 6.5
Ene. 1988	171	- 12.3	173	- 6.0	74	- 6.3	117	0.9	535	- 6.8	418	- 8.7
Febrero	171	0.0	164	- 5.2	68	- 8.1	97	- 17.1	500	- 6.5	403	- 3.6
Marzo	151	- 11.7	147	- 10.4	59	- 13.2	81	- 16.5	438	- 12.4	357	- 11.4
Abril	141	- 6.6	132	- 10.2	51	- 13.6	69	- 14.8	393	- 10.3	324	- 9.2
Mayo	136	- 3.5	127	- 3.8	49	- 3.9	66	- 4.3	378	- 3.8	312	- 3.7
Junio	136	0.0	119	- 6.3	45	- 8.2	66	0.0	366	- 3.2	300	- 3.8
Julio	122	- 10.3	99	- 16.8	37	- 17.8	50	- 24.2	308	- 15.8	258	- 14.0
Agosto	123	0.8	94	- 5.1	36	- 2.7	43	- 14.0	296	- 3.9	253	- 1.9
Setiembre	72	- 41.5	54	- 42.6	18	- 50.0	152	253.5	296	0.0	144	- 43.1
Octubre	61	- 15.3	46	- 14.8	13	- 27.8	110	- 27.6	230	- 22.3	120	- 16.7
Noviembre	55	- 9.8	43	- 6.5	12	- 7.7	195	77.3	305	32.6	110	- 8.3
Diciembre	52	- 5.5	32	- 25.6	10	- 16.7	137	- 29.7	231	- 24.3	94	- 14.5

Fuente: MEF - Alerta Económica - BCR.  
Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

**CUADRO No. 3**  
**TASAS DE INTERES Y TASAS DE ENCAJE**  
**(Tasas Porcentuales)**

Fecha	Activa a más de 1 año		Depósitos de Ahorro		Tasas de Encaje	
	Nominal	Real	Nominal	Real	M/N	M/E
Enero 1985	66	- 26.5	66	- 14.6	19.4	63.7
Febrero	72	- 24.2	68	- 13.8	18.4	63.6
Marzo	72	- 25.1	68	- 14.8	22.0	63.2
Abril	72	- 29.5	68	- 19.8	21.6	60.5
Mayo	72	- 32.5	68	- 23.3	21.2	60.5
Junio	72	- 36.0	68	- 27.3	24.0	59.3
Julio	300	- 41.2	83	- 20.4	19.8	58.3
Agosto	120	- 24.6	46	- 45.8	54.4	51.4
Setiembre	83	- 36.5	30	- 53.1	58.6	52.4
Octubre	50	- 46.7	19	- 57.0	70.0	48.6
Noviembre	50	- 44.4	19	- 52.2	78.3	49.1
Diciembre	50	- 41.9	19	- 53.1	71.7	55.1
Enero 1986	50	- 37.1	19	- 49.2	83.8	59.7
Febrero	45	- 36.1	19	- 46.7	81.6	53.9
Marzo	45	- 34.3	19	- 45.2	80.3	54.1
Abril	45	- 29.2	19	- 40.9	82.1	54.1
Mayo	45	- 24.0	19	- 36.6	78.5	53.1
Junio	45	- 18.0	19	- 31.6	75.4	52.6
Julio	45	- 13.5	19	- 27.8	69.2	52.5
Agosto	45	- 7.8	19	- 22.9	66.1	51.7
Setiembre	48	- 5.9	19	- 22.9	67.3	49.9
Octubre	48	- 6.8	19	- 23.7	64.4	48.0
Noviembre	48	- 7.6	19	- 24.3	64	47.6
Diciembre	48	- 9.1	19	- 25.6	64	46.7
Enero 1987	48	- 10.4	19	- 26.6	64	46.3
Febrero	48	- 11.5	19	- 27.5	64	46.3
Marzo	48	- 11.6	19	- 27.6	64	46.3
Abril	55.5	- 9.3	22	- 27.1	64	100
Mayo	55.5	- 11.5	22	- 28.9	64	100
Junio	55.5	- 12.4	22	- 29.6	64	100
Julio	50	- 17.7	22	- 31.4	64	100
Agosto	50	- 20.3	22	- 33.6	64	100
Setiembre	50	- 22.5	22	- 35.4	64	100
Octubre	50	- 24.2	22	- 36.9	64	100
Noviembre	50	- 26.8	22	- 39.0	64	100
Diciembre	50	- 30.1	22	- 41.8	64	100
Enero 1988	50	- 33.9	22	- 46.3	64	100
Febrero	50	- 37.6	22	- 49.3	64	100
Marzo	75	- 37.5	35.5	- 51.6	64	100
Abril	75	- 43.5	35.5	- 56.2	64	100
Mayo	75	- 44.8	35.5	- 57.3	64	100
Junio	140	- 27.2	72	- 47.8	64	100
Julio	140	- 40.6	72	- 57.2	64	100
Agosto	140	- 47.4	72	- 62.3	64	100
Setiembre	300	- 56.4	120	- 76.0	64	100
Octubre	300	- 67.0	120	- 81.8	64	100
Noviembre	300	- 71.6	120	- 84.4	64	100
Diciembre	22	- 14.0	17	- 17.4	64	100

Nota: A partir de Dic. 88, las tasas de interés son mensuales.

Fuente: INE.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.

CUADRO No. 4  
CREDITO REAL AL BANCO AGRARIO

	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Total	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Total
	(En Millones de Intis Dic. 1980)			Variaciones Porcentuales		
Dic. 1984	119	12	131			
Ene. 1985	108	7	115	- 9.24	- 41.67	-12.21
Febrero	108	6	114	0.00	- 14.29	- 0.87
Marzo	126	7	133	16.67	16.67	16.67
Abril	103	6	109	-18.25	- 14.29	-18.05
Mayo	99	8	107	- 3.88	33.33	- 1.83
Junio	109	9	118	10.10	12.50	10.28
Julio	100	11	111	- 8.26	22.22	- 5.93
Agosto	92	12	104	- 8.00	9.09	- 6.31
Setiembre	92	12	104	0.00	0.00	0.00
Octubre	87	12	99	- 5.43	0.00	- 4.81
Noviembre	96	9	105	10.34	- 25.00	6.06
Diciembre	117	6	123	21.88	- 33.33	17.14
Ene. 1986	126	5	131	7.69	- 16.67	6.50
Febrero	124	5	129	- 1.59	0.00	- 1.53
Marzo	127	4	131	2.42	- 20.00	1.55
Abril	129	5	134	1.57	25.00	2.29
Mayo	140	4	144	8.53	- 20.00	7.46
Junio	147	3	150	5.00	- 25.00	4.17
Julio	144	2	146	- 2.04	- 33.33	- 2.67
Agosto	140	3	143	- 2.78	50.00	- 2.05
Setiembre	143	3	146	2.14	0.00	2.10
Octubre	168	3	171	17.48	0.00	17.12
Noviembre	172	3	175	2.38	0.00	2.34
Diciembre	201	1	202	16.86	- 66.67	15.43
Ene. 1987	202	1	203	0.50	0.00	0.50
Febrero	203	1	204	0.50	0.00	0.49
Marzo	214	1	215	5.42	0.00	5.39
Abril	213	1	214	- 0.47	0.00	- 0.47
Mayo	199	1	200	- 6.57	0.00	- 6.54
Junio	210	1	211	5.53	0.00	5.50
Julio	192	1	193	- 8.57	0.00	- 8.53
Agosto	190	1	191	- 1.04	0.00	- 1.04
Setiembre	186	1	187	- 2.11	0.00	- 2.09
Octubre	184	1	185	- 1.08	0.00	- 1.07
Noviembre	183	1	184	- 0.54	0.00	- 0.54
Diciembre	185	1	186	1.09	0.00	1.09
Ene. 1988	170	1	171	- 8.11	0.00	- 8.06
Febrero	160	1	161	- 5.88	0.00	- 5.85
Marzo	147	1	148	- 8.13	0.00	- 8.07
Abril	137	1	138	- 6.80	0.00	- 6.76
Mayo	130	1	131	- 5.11	0.00	- 5.07
Junio	137	1	138	5.38	0.00	5.34
Julio	105	1	106	-23.36	0.00	-23.19
Agosto	91	1	92	-13.33	0.00	-13.21
Setiembre	46	1	47	-49.45	0.00	-48.91
Octubre	36	1	37	-21.74	0.00	-21.28
Noviembre	33	1	34	- 8.33	0.00	- 8.11
Diciembre	36	1	37	9.09	0.00	8.82

Fuente: BCR.

Elaboración: Coyuntura Económica - CIUP.