

Sólo para Participantes  
ORIGINAL: ESPAÑOL

20 de agosto 1990

---



**UNA APROXIMACION AL DEFICIT CUASI-FISCAL EN EL PERU**

MARYLIN CHOY CHONG - ALFREDO DANCUART T.

---

Documento a ser presentado por la señora Marylin Choy Chong del Banco Central de la Reserva de Perú, en el Segundo Seminario Regional sobre Política Fiscal, Estabilización y Ajuste organizado por el Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL-PNUD en Santiago, Chile, durante el período 20 - 22 de agosto 1990. Las opiniones expresadas en este estudio, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.



UNA APROXIMACION AL DEFICIT CUASIFISCAL EN EL PERU

por: Marylin Choy Ch.

Alfredo Dancuart T.

-Agosto, 1990-



## INDICE

- I.     Introducción.
- II.    Una revisión de la literatura sobre los déficit cuasifiscales de la autoridad monetaria.
- III.   La política monetaria, crediticia y cambiaria en el Perú.
- IV.    Origen de las pérdidas del Banco Central de Reserva en el Perú.
- V.     Metodología para el cálculo del déficit cuasifiscal.
- VI.    Resultados.
- VII.   Anexo estadístico.



## I. INTRODUCCION

Podría decirse que existe consenso en señalar al déficit fiscal como una de las principales causas de la inflación y del desequilibrio en el sector externo en la experiencia peruana en los últimos años, no obstante que, las estadísticas del déficit del sector público no financiero en el último quinquenio muestran que en relación al PBI éste no ha sido significativamente diferente del registrado en el periodo 80-85.

Y es que, si bien el déficit fiscal como porcentaje del producto se ha mantenido en los rangos de años anteriores, su tamaño relativo y su impacto en la economía han sido mucho mayores en los últimos tres o cuatro años, si se toma en cuenta las implicancias de su financiamiento interno en un contexto de progresiva disminución del coeficiente de monetización de la economía -aumento de la velocidad de circulación de la liquidez-.

Sin embargo, aún considerando el proceso de desmonetización de la economía, las cifras tradicionales no muestran la verdadera magnitud del déficit del sector público. Esto es así debido a que no sólo el llamado sector público no financiero (que incluye al gobierno, las empresas públicas y otros organismos estatales) ha venido acumulando déficit a lo largo de estos años. El Banco Central de Reserva también generó en los últimos años pérdidas financieras cuyos efectos en la economía no parecen ser diferentes a los de un déficit fiscal no financiero, y sin embargo muy pocas veces han sido consideradas en las discusiones y diseños de política económica.

Las pérdidas del Banco Central tuvieron su origen tanto en desbalances de sus ingresos y sus egresos por los intereses cobrados y pagados, en las transferencias de recursos vía créditos irrecuperables, así como en las diferencias en el tipo de cambio aplicado para sus compras y ventas de moneda extranjera, fundamentalmente. Estas operaciones -de naturaleza fiscal- han significado una transferencia de recursos hacia el resto de la economía afectando la demanda agregada, de manera similar a un déficit del gobierno.

Dada la importancia que se le da al déficit del sector público y a las políticas económicas que de ello se desprenden, el no considerar el déficit del Banco Central en la cuantificación de la brecha fiscal que impacta a la economía, puede estar induciendo a graves distorsiones y errores y a ajustes indebidos en un intento de estabilizar la economía.

Por ello, el presente trabajo tiene como objetivo hacer una cuantificación del déficit fiscal en el Perú, que incorpore el "cuasifiscal" al déficit tradicional del sector público, esto es, el derivado de las operaciones del Banco Central que, por su naturaleza y consecuencias, no deben de permanecer al margen de cualquier política seria de estabilización.

La metodología seguida para el cálculo del déficit cuasifiscal se explica en el capítulo pertinente. Sin embargo, cabe mencionar que -al igual que en el caso del déficit del sector público no financiero-, los resultados del Banco Central también pueden ser ajustados por inflación, lo cual es particularmente pertinente para comparar ingresos financieros en moneda nacional a tasa de interés flotante e ingresos financieros indexados (en moneda nacional o en moneda extranjera). Este trabajo no incluye esta distinción, lo cual debe tenerse presente para el análisis e interpretación de los resultados.



## II. UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA SOBRE LOS DÉFICIT CUASIFISCALES DE LA AUTORIDAD MONETARIA

La metodología convencional de medición del déficit fiscal define a éste como la diferencia entre los flujos de ingresos y egresos de caja del sector público no financiero en un periodo de tiempo, excluyéndose las amortizaciones de deuda y los desembolsos de nuevos préstamos. El déficit, por lo tanto, mide las necesidades de préstamos netos incluyendo aquellos que otorga la autoridad monetaria.

La experiencia latinoamericana de los ochenta, de altas y persistentes tasas de inflación y de traslado de funciones del gobierno a instituciones financieras públicas especialmente al Banco Central, ha generado la aparición de un cuerpo de literatura que cuestiona al déficit medido convencionalmente como indicador de la política fiscal (1). Así, el efecto de la inflación sobre los gastos financieros del gobierno y las operaciones "cuasifiscales" de entidades financieras públicas han sido estudiados, proponiéndose ajustes metodológicos para poder obtener una "medida del déficit que sea más significativa, refleje mejor las repercusiones globales de las operaciones públicas y permita evaluar con mayor precisión la magnitud del ajuste fiscal necesario" (Fondo Monetario Internacional- 1989)

En particular, el hecho de trasladar gastos al Banco Central (pago de intereses y principal de deuda externa o interna, asunción de malas deudas, venta de moneda extranjera subsidiada, otorgamiento de crédito en condiciones preferenciales, etc) permite al gobierno violar su restricción presupuestaria sin que esto sea adecuadamente contabilizado. En términos del impacto sobre la demanda agregada o la riqueza neta del sector privado, es indiferente si el gasto lo realiza el gobierno o el Banco Central. Por ello, una primera aproximación a una medición más adecuada del déficit fiscal debe consolidar los resultados del Banco Central con los del sector público, esto es, aumentar la cobertura de la medición de la actividad fiscal.

El problema se suscita al existir asimetría en el tratamiento de los resultados del Banco Central, pues las ganancias usualmente se trasladan al gobierno, en tanto que las pérdidas no son cubiertas por éste (2). Por lo tanto, el déficit medido en la forma tradicional incorpora los resultados del Banco Central sólo cuando éste genera utilidades

Si bien los Bancos Centrales deben -en teoría- gene-

rar utilidades, ya que sus activos deberían producir ingresos mayores que los gastos originados por sus pasivos (constituídos básicamente por base monetaria), el hecho de remunerar los encajes (que equivale a pagar intereses sobre deuda pública) constituye una explicación básica de las pérdidas en que incurren muchos de ellos. Los encajes son establecidos para esterilizar emisiones originadas casi siempre en un excesivo crédito al sector público o a algún sector o actividad específica.

Tal como lo mencionan Ramos y Eyzaguirre (1989), el aumento de las operaciones cuasifiscales en América Latina es un derivado indirecto de la crisis de la deuda, ya que la interrupción del flujo de crédito externo afectó a deudores e intermediarios financieros que poseían pasivos en moneda extranjera, problema que fue agravado por la recesión y las devaluaciones, obligando a los bancos centrales a intervenir con subsidios y reprogramaciones de deuda, a fin de evitar un colapso generalizado del sistema de pagos. Posteriormente, la fuerte demanda de fondos por parte del sector público en el mercado interno ha socavado la calidad de muchos activos del sistema financiero debido a los altos intereses que ahogaron a los deudores.

Sin embargo, no es suficiente añadir las pérdidas del Banco Central al déficit gubernamental para tener una idea completa de la actividad pública que incluya a la autoridad monetaria.

A continuación se presenta un resumen de los principales puntos que se deben tener en cuenta para mejorar la medición del déficit global del sector público y las propuestas de solución (3):

a) El sumar el déficit del Banco Central al resultado del sector público no financiero, sin señalar el monto de los ingresos y egresos, esconde la verdadera magnitud de la actividad fiscal y su orientación. Por ejemplo, no se puede cuantificar el costo de subsidiar determinada actividad al no tener el volumen de gasto destinado a dicha actividad.

La solución ideal pasa por enviar al presupuesto fiscal las operaciones de naturaleza fiscal. Sin embargo, los gobiernos muchas veces evitan esta metodología ya que no les permite esconder gastos. En este caso, la alternativa sería presentar un déficit fiscal ajustado que incorpore una transferencia del gobierno al Banco Central financiada por un crédito del instituto emisor.

b) La contabilidad del Banco Central y la del sector público no financiero pueden no ser consistentes, de modo tal que una consolidación de cuentas de resultados no refleja la verdadera situación fiscal.

Si esta situación se presentara habría que identificar las fuentes de inconsistencia e introducir los ajustes necesarios para corregirlas. Algunas de las más importantes se refieren a la distribución de utilidades del Banco Central, al cómputo de intereses (si se incluye o no los devengados), y a los tipos de cambio utilizados en los registros contables.

c) Una serie de operaciones del Banco Central -fiscales en naturaleza- no afectan los resultados de éste, sino que afectan cuentas de balance. Por ejemplo, el crédito otorgado a sectores o actividades prioritarias no se registra como un gasto (pérdida) sino como un activo con contraparte en emisión o endeudamiento. Así, lo que el sector público no financiero normalmente considera como una transferencia a un agente económico, el Banco Central lo contabiliza como activo.

Asimismo, las utilidades o pérdidas derivadas de la revaluación de moneda extranjera normalmente no se incluye en la cuenta resultados. De otro lado, los resultados de las operaciones de compra y venta de moneda extranjera no se reflejan en la cuenta de resultados de algunos Bancos Centrales, por convención contable.

Respecto al tratamiento de los créditos del Banco Central al sector privado, la discusión -inconclusa aún- gira en torno a si deben ser considerados como gastos o como activos. La argumentación para considerarlos como gasto -según Stella- toma tres criterios: disponibilidad, motivo y perspectivas de reembolso. Se afirma que mientras más específico y más subsidiado sea el préstamo y menos posibilidades de repago tenga, más parecerá una transferencia que responde a política fiscal y menos una medida de política monetaria, por lo que se le debería incluir como gasto.

De otro lado, la discusión sobre las ganancias o pérdidas de capital por variación del tipo de cambio cuando no hay equilibrio en la posición de moneda extranjera, se ha enfocado de manera similar a los gastos de amortización en el sector público no financiero, esto es, se asume que ellos se reinvierten en el mercado de capitales por lo que no tienen efecto sobre demanda agregada.

En cuanto a los resultados provenientes de la compra y venta de moneda extranjera, es claro que los tipos de cambios múltiples equivalen a un sistema de impuestos-subsidios por lo que el resultado de estas operaciones debe incluirse en el estado de pérdidas y ganancias y por lo tanto en el déficit global del sector público.

En general, como menciona Tejeiro (1989) se trata de que las operaciones de la autoridad monetaria que afectan "económicamente" la cuenta de resultados y que implican "cash-flow" sean consideradas como parte del déficit cuasifiscal, en tanto que las ganancias o pérdidas de capital (devengadas) no se consideran, tal como se realiza en la contabilidad gubernamental.

### III. LA POLITICA MONETARIA, CREDITICIA Y CAMBIARIA EN EL PERU.

El Banco Central de Reserva del Perú es el responsable de regular la oferta monetaria y administrar las reservas internacionales del país. Para ello se vale de instrumentos como la tasa de encaje, el crédito primario, la tasa de interés y el tipo de cambio.

A lo largo de los años el manejo de estos instrumentos ha tenido implícito intenciones que no siempre obedecieron estrictamente a los fines de regulación que corresponde cumplir al instituto emisor.

La política crediticia del Banco Central así como la política de encajes han estado estrechamente vinculadas al desarrollo de las cuentas externas y a la situación financiera del sector público, y en repetidas oportunidades han tenido que supeditarse a las necesidades y crisis por las que han atravesado estos sectores.

Así por ejemplo, las tasas de encajes por lo general han sido modificadas con el objeto de compensar los efectos de la monetización de las reservas internacionales o de la expansión del crédito del Banco Central, fundamentalmente al gobierno. Si bien en determinados periodos las condiciones del sector externo y la política crediticia del instituto emisor, como es el caso del año 1981, permitieron reducir las tasa de encaje, en general la tendencia ha sido a la inversa y, como consecuencia de ello, las tasas de encaje para el sistema bancario casi siempre han sido mantenidas en niveles elevados. Así, en el periodo 1985-1989, la tasa de encaje promedio aplicable a la banca comercial (responsable de la mayor parte de la captación de recursos financieros) ha superado el 50%, y en la actualidad la tasa media de encaje efectivo para esta banca se sitúa alrededor del 60%.

En detalle, en 1985 el encaje marginal fue elevado de 50% a 75% para los depósitos en la Banca Comercial, con el propósito de neutralizar los efectos de la desdolarización producto de la conversión de los depósitos en moneda extranjera a moneda nacional, como resultado de la fijación del tipo de cambio y de la prohibición del retiro en dólares de dichos depósitos, como parte del programa económico introducido por el nuevo gobierno de García.

En los años posteriores el encaje marginal se fue reduciendo paulatinamente hasta llegar en 1987 a 64%

para los depósitos captados en Lima y 50% para los captados en provincias. Sin embargo, ante el incremento de la emisión originada en el financiamiento del déficit fiscal fundamentalmente, el encaje marginal fue elevado a 80% para todos los depósitos a partir del 1 de julio del presente año, en las postrimerías del gobierno aprista.

Por su parte, la política crediticia del Banco Central en el Perú, aparte de brindar financiamiento al sector público, tradicionalmente ha tenido como preocupación el dotar de recursos a determinados sectores productivos a través de créditos a la banca estatal defomento. Por ello, el crédito dirigido a la banca de fomento constituye una de las principales fuentes de expansión de la emisión primaria.

Así, vía la banca estatal se financia a las actividades industrial, minera, construcción y exportadora, pero fundamentalmente a la agraria que concentra alrededor del 80% del total del crédito del Banco Central al sistema financiero. En 1989 el crédito de la autoridad monetaria al Banco Agrario (incluyendo los intereses capitalizados) representó el 40% del flujo de la emisión primaria.

Si bien estos créditos a la banca estatal se otorga mediante líneas de crédito con determinada fecha de vencimiento, en el caso del agro los créditos son prácticamente un flujo continuo de recursos dado que el Banco Agrario, encargado de financiar a este sector, carece de recursos propios para atender las necesidades crecientes del agro, que finalmente son cubiertas con emisiones primarias.

A la carencia de recursos propios del Banco Agrario se suma la permanente descapitalización de esta institución financiera, dado que las tasas de interés que cobra por los créditos que otorga son siempre muy inferiores a la inflación e incluso a las máximas autorizadas. Asimismo, si bien el fisco por ley tiene la obligación de transferir al Banco Agrario los recursos correspondientes al diferencial de intereses (tasa máxima autorizada menos tasa efectivamente cobrada), no lo hace por falta de fondos, lo cual ha coadyuvado al crecimiento explosivo de la deuda del Banco Agrario con el Banco Central.

En cuanto a las tasas de interés, estas son establecidas y fijadas por el Banco Central, quien determina las tasas máximas para la remuneración de los depósitos en el sistema financiero en toda la gama de modalidades, así como para el costo del crédito otorgado por

estas instituciones. Estas tasas de interés fijadas por el Banco Central por lo general se han situado por debajo de las tasas de inflación, especialmente en los periodos en que el incremento en los precios se acelera (1988-1990) y alcanza niveles hiperinflacionarios.

La aceleración de la inflación y la política de tasas de interés y encajes, conjuntamente con otras medidas fiscales como impuestos a los intereses activos y a los débitos en cuenta corriente han generado la disminución del tamaño de la actividad financiera formal (la razón liquidez moneda nacional/PBI ha pasado de más de 11% en 1985 a algo más del 2% en la actualidad) y la aparición de una intermediación financiera "informal". Asimismo, la riqueza de los agentes económicos ha venido dolarizándose progresivamente fuera del sistema financiero formal.

De otro lado, la política cambiaria aplicada en el periodo 1985-1990 se ha caracterizado por la diversidad de regímenes cambiarios, tanto en el manejo del tipo de cambio oficial cuanto a las restricciones cambiarias. El aspecto más saltante ha sido el empleo de tipos de cambio múltiples.

En materia de determinación del tipo de cambio oficial, se ha pasado por periodos de congelamiento, mini-devaluaciones y maxidevaluaciones. Los objetivos de la política cambiaria han sido también diversos: control del proceso inflacionario, protección de las cuentas externas, reactivación de la demanda (objetivo gubernamental explícito en algunos periodos) y protección arancelaria diferenciada (tipos de cambio múltiples).

En lo que respecta a la concentración de las operaciones cambiarias, durante algunos periodos el Banco Central atendió mayoritariamente las transacciones, en tanto que en otros, éstas se llevaron a cabo en su mayor parte en el mercado libre.

Como consecuencia de este manejo cambiario, el tipo de cambio real mostró una tendencia decreciente y una creciente variabilidad.

Los tipos de cambio múltiples aparecen -para las importaciones- en febrero de 1986. Durante 1987 existieron siete tipos de cambio para las importaciones y ocho para las exportaciones. En promedio el tipo de cambio exportador era mayor que el importador, generándose por ende un diferencial cambiario.

El régimen de tipos de cambio múltiples respondió -básicamente- al propósito de minimizar el impacto de

la devaluación en precios mediante la asignación de tipos de cambio preferenciales a productos con incidencia en la canasta del índice de precios al consumidor (carne, lácteos, etc).

Es decir, las políticas monetaria, crediticia y cambiaria llevadas a cabo por el Banco Central en el Perú, no sólo han obedecido a fines estrictamente ligados a las funciones propias de un banco central como es el control de la masa monetaria por ejemplo, sino que en muchas oportunidades han estado presente objetivos que por su naturaleza podrían ser calificados como propios del gobierno central por su propósito orientado a fomentar y favorecer determinado sector de la economía.



#### IV. ORIGEN DE LAS PERDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA EN EL PERU.

Como ya se señaló, el Banco Central realiza operaciones de caracter cuasifiscal como es por ejemplo, la canalización de recursos a sectores específicos y en condiciones preferenciales que en muchos casos conlleven subsidios implícitos o explícitos, y que también implícita o explícitamente afectan los resultados del estado de pérdidas y ganancias del instituto emisor, tal como se explica a continuación.

##### a. Pérdidas por intereses.

Las elevadas tasas de encajes afectan el costo de la intermediación así como el spread de los bancos comerciales, por lo que el Banco Central tiene que asumir parte de ese costo a través de remuneraciones a los recursos mantenidos depositados en esta institución como fondos de encaje. Las tasas de interés con que se remunera estos fondos son muy cercanas a las pagadas por la banca por los recursos captados del público, tasas que debido al ritmo de la inflación han sido cada vez mayores y en la actualidad superan el 20% mensual en promedio. Esta remuneración obviamente es una fuente de expansión adicional de la emisión primaria.

Mientras por el lado de las obligaciones el Banco Central de Reserva enfrenta costos crecientes, no sólo por las tasas de interés nominal sino por el volumen de las obligaciones, por el lado de sus activos los ingresos no siempre mantienen el mismo ritmo de incremento que los egresos.

Esto es así, porque los créditos que otorga a determinados sectores considerados como prioritarios o en situación crítica (como el minero actualmente), muchas veces tienen tasas de interés inferiores a la que usualmente aplica el Banco Central para sus operaciones de crédito, situándose incluso en muchos casos por debajo de la tasa de remuneración de los fondos de encaje.

Adicionalmente, si bien los créditos canalizados al sector público inicialmente son concedidos a la tasa de mercado, generalmente al finalizar el año se procede a consolidar la deuda interna del estado con el Banco Central, con lo cual se amplía el plazo de la deuda a 100 años, y la tasa de interés se reduce al 0,1% anual. Como es obvio, estas operaciones de consolidación, si bien alivian la situación financiera del gobierno, generan pérdidas para el Banco Central si consideramos que el pasivo (encajes) que es la contrapartida de este crédito permanece ganando intereses del instituto emisor.

De otro lado, si bien cuantitativamente no ha resultado importante -como en otros países de la región- cabe mencionar que el Banco Central de Reserva ha financiado en condiciones preferenciales el "reflotamiento" de algunos bancos comerciales y la "liquidación" de otras instituciones. En ambos casos, el resultado financiero del instituto emisor refleja ya estas operaciones vía menores ingresos.

Como señalamos, las pérdidas por concepto de intereses pagados y ganados por el Banco Central no sólo se originan en la diferencia entre sus tasas de interés activas y pasivas, sino también en el volumen de las obligaciones por las cuales tiene que pagar un interés y que puede superar largamente el monto de sus activos por los que obtiene un rendimiento.

Tal es el caso que se inició en 1985 cuando a raíz de la conversión a intis de los depósitos en moneda extranjera en el sistema financiero, la emisión primaria se triplicó y hasta quintuplicó en un periodo de dos años, sin que el crédito se incrementara. Es decir, la emisión se multiplicó y por lo tanto los fondos de encaje, con lo cual los egresos del Banco Central también se multiplicaron. Por otro lado, dado que no había una expansión del crédito que acompañara esta emisión (que venía de la conversión del encaje en moneda extranjera a moneda nacional), los ingresos por intereses cobrados prácticamente no experimentaron incremento alguno, por lo que el resultado fue una gran pérdida financiera para el instituto emisor.

#### b. Pérdidas por diferencial cambiario.

Como ya se señaló, el sistema cambiario en el Perú no siempre se ha caracterizado por mantener un tipo de cambio único, sino que en muchas oportunidades la política cambiaria fue utilizada para promover algún sector específico o para amortiguar el efecto del tipo de cambio en los costos de determinados productos.

Así, en 1985 además del tipo de cambio para las operaciones del Mercado Unico de Cambios (MUC), el Banco Central estableció un tipo de cambio para el mercado financiero que se situaba por encima del tipo de cambio MUC. En los años posteriores se fue creando tipos de cambio adicionales para las distintas operaciones realizadas por el Banco Central, referidas a exportaciones, importaciones y operaciones financieras.

Generalmente el tipo de cambio aplicable a las exportaciones ha sido mayor al de las importaciones por el uso de la política cambiaria como instrumento antiin-

flacionario, por lo que en promedio las compras de moneda extranjera por parte del Banco Central tienen un tipo de cambio mayor al de las ventas, con lo cual el instituto emisor asume una pérdida por el diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta.

c. Operaciones de compra y venta de oro y plata.

Otra fuente generadora de pérdidas para el Banco Central de Reserva la constituyen las operaciones de compra y venta de oro y plata en el mercado interno.

El Banco Central realiza compras de oro y plata a los productores nacionales generalmente al precio del mercado internacional cotizado al tipo de cambio del mercado libre que se sitúa por encima del oficial u oficiales. En muchas oportunidades incluso, las compras fueron efectuadas a una tasa de cambio que incorporaba un premio por encima del tipo de cambio del mercado libre. Por su parte, las ventas de estos metales en el mercado interno por lo general se efectúa a un tipo de cambio inferior al del mercado libre y por lo tanto al de compra, con lo cual se produce una diferencia que es asumida por el Banco Central como pérdida cambiaria.

Cabe señalar, que tanto las pérdidas por diferencia en el tipo de cambio de operaciones en moneda extranjera así como las derivadas de las compras y ventas internas de oro y plata, no se reflejan en el estado de pérdidas y ganancias del Banco Central sino que, de acuerdo a lo estipulado en su ley orgánica, toda pérdida o ganancia de esta naturaleza se contabiliza en una cuenta especial sin afectar los resultados del balance. Por lo tanto, en caso de que el Banco Central obtuviera ganancias por diferencias de tipo de cambio, éstas no serían trasladadas al gobierno como ocurre con las utilidades por intereses. De manera simétrica, las pérdidas por diferencial cambiario tampoco son cubiertas por transferencias del gobierno al Banco Central.

Las pérdidas que hemos señalado y las fuentes que las originan, se refieren a pérdidas como flujo de caja. Adicionalmente, las variaciones en el tipo de cambio pueden producir pérdidas o ganancias de capital ya sea por operaciones en las que el Banco Central garantiza un tipo de cambio o por el efecto de los movimientos de la tasa de cambio en sus activos y pasivos en moneda extranjera. También podemos señalar como fuente generadora de ganancias o pérdidas de capital, la presencia de activos y pasivos en moneda nacional sujetos a indexación para el principal.

El presente trabajo se centrará en la medición de las pérdidas y ganancias como flujo de caja a efectos de incorporarlos al déficit fiscal tradicional, bajo la premisa que este último responde al criterio de caja y excluye las ganancias o pérdidas de capital.

## V. METODOLOGIA PARA EL CALCULO DEL DEFICIT CUASIFISCAL.

### a. Déficit del sector público no financiero.

La medida convencional del déficit del sector público no financiero incluye dentro de los gastos los intereses de la deuda externa vencidos pero no pagados (devengados) y excluye los pagos de intereses atrasados (regularizaciones).

Con el propósito de establecer una medida del déficit que responda al criterio de caja, es decir, que incorpore sólo los gastos y los ingresos que hayan producido flujo de dinero en el periodo en que se les contabiliza, se efectuó el ajuste correspondiente restando los intereses no pagados y añadiendo los pagos correspondientes a intereses vencidos en periodos anteriores y contabilizados en el déficit convencional en el momento de su vencimiento original.

La utilización del criterio de caja responde a la búsqueda de la medición de los gastos fiscales efectivos y sus efectos sobre la demanda agregada nominal. El criterio de "devengados" muestra que en el futuro se requerirá algún tipo de financiamiento y nos da una idea de la magnitud del ajuste fiscal, por lo que es necesario contar con ambos indicadores para la toma de decisiones.

### b. Estado de Pérdidas y Ganancias del Banco Central

El estado de pérdidas y ganancias del Banco Central es básicamente compatible con el concepto de caja, en lo que se refiere a los resultados en moneda nacional, excepción hecha de algunos desfases (poco significativos) en materia de egresos financieros por encajes. En moneda extranjera, los resultados incluyen las provisiones por intereses vencidos pero no pagados al Fondo Monetario Internacional, que no afectan la caja del Banco en el periodo en que se incluyen en el estado de pérdidas y ganancias. Por ello, se realizó un ajuste de manera de incluir en el resultado del Banco Central sólo lo efectivamente pagado por concepto de intereses al FMI.

El concepto de caja se utilizó a fin de lograr consistencia entre las cuentas del Banco Central y las del sector público no financiero.

Adicionalmente, se debe mencionar que por motivos de presentación presupuestaria, los resultados contables del Banco Central nunca aparecen como deficitarios

al final del año. La convención contable estipula la "activación" de la pérdida al final del ejercicio en una cuenta llamada "costo por regulación del exceso de liquidez monetaria" de manera de equilibrar los resultados en el período anual. Por ello fue necesario hacer un ajuste, revirtiendo la "activación", a fin de reflejar los verdaderos gastos financieros y por lo tanto el verdadero resultado en pérdidas y ganancias.

### c. Diferencial cambiario.

La presencia de tipos de cambio múltiples hace que las operaciones de compra y venta de moneda extranjera del Banco Central lleven implícito un subsidio cambiario o un impuesto que, al ser cubierto o recolectado por el instituto emisor, representa una pérdida o ganancia para éste.

El problema para cuantificar las pérdidas o ganancias por diferencial cambiario por las operaciones de compra y venta en moneda extranjera en un contexto de tipos de cambio múltiples y variables, se centra en establecer el tipo de cambio que servirá de referencia para determinar que las ventas (compras) efectuadas a una tasa de cambio mayor originan ganancias (pérdidas) para el Banco Central y que las ventas (compras) a menor tipo de cambio implican un subsidio (impuesto).

Este problema no existe si el mercado cambiario está permanentemente equilibrado (ventas = compras), ya que bastaría multiplicar el diferencial entre los tipos de cambio de compra y venta por el volumen transado de moneda extranjera a fin de hallar el subsidio (impuesto) por este concepto.

Dado que pocas veces el mercado cambiario está en equilibrio, es relevante la discusión sobre el tipo de cambio de referencia.

Una posición es comparar el resultado neto de las compras y ventas de moneda extranjera a su respectivo tipo de cambio con el que hubiera sido si las operaciones se hubieran efectuado al tipo de cambio oficial del Mercado Unico de Cambios (MUC).

Otra alternativa, -la utilizada en el presente trabajo- es utilizar como tipo de cambio de referencia el promedio ponderado de todas las operaciones de compras y ventas de moneda extranjera efectuadas por el Banco Central de Reserva.

El criterio para optar por esta última alternativa es el de considerar el tipo de cambio promedio como re-

representativo de la política cambiaria del país, de modo tal que las diferencias respecto a él indiquen captación o transferencia de recursos a los agentes económicos, afectando la caja del Banco Central. Así, las ventas (compras) a un tipo de cambio menor (mayor) representarán subsidio o transferencia de recursos y las ventas (compras) a un tipo de cambio mayor (menor) significarán ganancia para el Banco Central o impuestos para el cliente. En caso de realizarse sólo compras (o ventas), entonces no existiría pérdida o ganancia global para el Banco bajo este criterio, pero habría transferencia de recursos de unos agentes económicos a otros.

Cabe señalar que cualquier alternativa que se elija tendrá arbitrariedad. Sin embargo, cualquier tipo de cambio de referencia que se emplee debería -al menos- estar incluido en el rango de los tipos de cambio utilizados por el Banco Central para sus operaciones, ya que de lo que se trata es de dividir el impacto monetario de una operación con moneda extranjera en un componente "normal" y en uno de política fiscal (utilizando un concepto de caja y no económico).

Si se utilizara el tipo de cambio de paridad como el de referencia, entonces obtendríamos la medición del subsidio/impuesto económico y no de caja. En el Perú, en los últimos cinco años el tipo de cambio de paridad (y el del mercado libre) ha estado por encima de los tipos de cambio utilizados por el Banco Central.

d. Diferencial por compras de oro y plata.

En este caso también se utilizó como referencia el tipo de cambio promedio de todas las operaciones de compra y venta de moneda extranjera. Es decir, las pérdidas por compra y venta interna de oro equivalen a la diferencia entre el flujo en intis por estas operaciones y la que se hubiera producido al tipo de cambio promedio.

e. Créditos a la banca de fomento.

Dado que los créditos que el Banco Central otorga a la banca de fomento son prácticamente irrecuperables y son canalizados a sectores específicos y a tasas subsidiadas, se ha incluido el flujo de estos créditos dentro de los gastos como si fueran transferencias del Banco Central a estos sectores, afectando por lo tanto las pérdidas y ganancias del instituto emisor.

En el trabajo se muestra dos definiciones de déficit cuasifiscal. La primera no incluye el crédito a la banca de fomento y la segunda sí lo hace (versión ampliada).

Debido a que los flujos de crédito a la banca de fomento incorporan en muchos casos la capitalización de los intereses por dichos préstamos, su inclusión en los gastos del Banco Central estaría inflando el monto de los mismos. La alternativa sería incluir dentro de los gastos el monto correspondiente sólo al flujo líquido (neto de intereses) de crédito y deducir de los ingresos los intereses capitalizados. Esto equivaldría a eliminar el componente inflacionario de este financiamiento y dado que tal limpieza no se ha efectuado para las demás operaciones del Banco Central se optó por mantener la metodología de agregar a los gastos el total del flujo del crédito a la banca de fomento.

Cabe señalar asimismo, que las pérdidas o las utilidades dejadas de ganar por los créditos consolidados al sector público y por los créditos subsidiados a los demás sectores, si las hubiera, ya estarían consideradas en las pérdidas y ganancias del Banco al no contabilizarse como ingresos.



## VI. RESULTADOS

1. A diferencia de lo que las mediciones tradicionales muestran, el sector público no financiero no mostró un déficit de caja durante 1985 sino que por el contrario registró un pequeño superavit en el año.

En efecto, el primer trimestre de dicho año el resultado fue un superávit del 2 por ciento del producto, el segundo trimestre -previo al cambio de gobierno- se registró un déficit de la misma magnitud, mientras que en el tercero las cuentas prácticamente se equilibran hasta llegar a un superávit de un punto del producto, con lo cual el año cerró en azul en un 0,2 por ciento del producto.

La medida sin ajustar los intereses devengados arroja un déficit anual de 2 puntos del producto.

2. El Banco Central de Reserva comienza a generar pérdidas financieras a partir del tercer trimestre de 1985 como consecuencia del proceso de desdolarización que originó un fuerte incremento de la emisión primaria que en su mayor parte se depositó como encaje en el Banco Central ganando intereses.

La emisión por desdolarización tuvo dos fuentes: la conversión de los encajes en moneda extranjera y la compra de moneda extranjera por el Banco Central. En ambos casos la tasa de interés (por el encaje en moneda extranjera y por los activos internacionales) era menor a la que el instituto emisor pagaba por el encaje en moneda nacional, generándose una pérdida que de 0,1 por ciento del producto en el tercer trimestre se elevó a 1,4 en el cuarto.

Asimismo, la política de compras de moneda extranjera a un tipo de cambio superior al del resto de transacciones generó un incremento en las pérdidas cambiarias las cuales ascendieron a 0,9 y 0,6 por ciento del producto en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente.

No obstante, el déficit total (fiscal y cuasifiscal) fue todavía pequeño ya que no alcanzó el uno por ciento del PBI en su definición más estrecha. Incluyendo el financiamiento a la banca de fomento, el déficit llegó al 1,3 por ciento en 1985, cifra bastante manejable.

Se puede decir por lo tanto que en 1985 se consiguió prácticamente equilibrio en el sector público.

3. A partir de 1986, especialmente después del segundo trimestre, se empieza a vislumbrar el problema fiscal y el déficit de caja alcanza ese año casi el 4 por ciento del producto, con un fuerte déficit en el cuarto trimestre (más del 8 por ciento del producto de ese periodo).

Asimismo, el peso de los intereses devengados (que no incluyen los intereses de los intereses no pagados) se reduce sustancialmente por lo que el déficit tradicional es mayor al de caja en aproximadamente sólo 1,5 puntos del producto al término del año.

Paralelamente, va cobrando importancia el déficit cuasifiscal del Banco Central de Reserva, especialmente por las pérdidas financieras producto de la remuneración de los encajes. Así, el déficit cuasifiscal del Banco Central, incluyendo las pérdidas cambiarias, llegó a significar 2 puntos del producto, es decir el 50 por ciento de la brecha del sector público no financiero.

El déficit cuasifiscal ampliado alcanzó el 3,4 por ciento del PBI al aumentar significativamente la transferencia de recursos crediticios al banco Agrario, en particular el último trimestre.

Como consecuencia, el déficit consolidado ascendió a cerca de 5,7 por ciento del PBI en 1986 y 7,1 por ciento en su versión ampliada, siendo esta última cifra significativamente mayor a la medida tradicional del déficit de ese año que alcanzó el 5,1 por ciento del producto.

4. En 1987 la brecha fiscal de caja se eleva a 6,1 puntos del producto, cifra que resulta similar a la medida tradicional.

Las pérdidas financieras del Banco Central se reducen a la mitad como consecuencia del aumento de sus activos remunerados en moneda nacional, se mantiene el flujo crediticio a la banca de fomento, pero las pérdidas por tipo de cambio se van incrementado significativamente llegando a algo más de 4 puntos del producto en el cuarto trimestre, con lo cual la cifra del diferencial cambiario al final del año se cuadruplica con respecto al año anterior, resultado de la política de tipos de cambio múltiples introducida.

Por consiguiente, el déficit fiscal y cuasifiscal alcanzó en ese año algo más de 9 puntos del PBI, llegando al 11% en su versión ampliada.

5. El déficit fiscal aparentemente no empeora en 1988 ya que medido en términos del producto se mantiene en los mismos niveles, es decir alrededor de 6 por ciento.

Sin embargo, la brecha cuasifiscal se abre en una forma significativa, por las mayores pérdidas financieras del Banco Central, pero fundamentalmente por sus pérdidas cambiarias que durante ese año tuvieron una tendencia creciente llegando a 6,1 por ciento del producto en el tercer trimestre, ante la multiplicidad de los tipos de cambio y el subsidio a través de ellos otorgado a algunos sectores con un propósito anti-inflacionario.

Al finalizar el año el déficit total, fiscal más cuasifiscal ascendió a 10,8 por ciento del producto (12,7 en su versión ampliada), correspondiendo cerca de la mitad al déficit cuasifiscal.

6. En 1989 tanto la brecha fiscal como la cuasifiscal disminuyen sustancialmente en términos del producto bruto interno. El déficit cuasifiscal disminuye debido a la reducción de la dispersión en los tipos de cambio (a partir del último trimestre de 1988 el número de tipos de cambio se redujo a dos básicamente) y a la eliminación de la pérdida financiera del Banco Central cuyos activos se expandieron significativamente por los créditos otorgados en especial al banco Agrario y el sector público.

Sin embargo, como gran parte de los ingresos por moneda nacional responden a intereses capitalizados por financiamiento al Banco Agrario, se torna importante el sumar el flujo de crédito a los resultados del Banco Central a fin de obtener la transferencia neta de recursos. Aún luego de esta operación, el déficit cuasifiscal amplio se reduce a menos del 3% del producto (vs. el 6,6% registrado en 1988), con lo cual el déficit global ascendió a 7,6 por ciento del PBI en su versión más amplia y a 5,3 si se excluye el crédito a la banca de fomento.

No obstante la caída de la brecha fiscal como porcentaje del producto, su incidencia en la economía se acrecienta. Esto último se hace evidente si comparamos el déficit fiscal y cuasifiscal con los niveles de liquidez en términos del producto.

En efecto, el coeficiente de monetización se vino reduciendo fuertemente en especial a partir de 1988, bajando a menos de 5 puntos del producto después de haber alcanzado niveles superiores al 25 por ciento de la

producción hace 20 años, con lo cual el tamaño relativo del déficit del sector público (por las implicancias de su financiamiento) es mayor.

7. Se puede apreciar que, a partir de 1987, se escondió la gravedad del problema fiscal y sus implicancias en la emisión primaria, trasladando gran parte de la carga del estado al Banco Central de Reserva que tuvo que asumir el costo de subsidiar a determinados sectores. Con ello se pretendió disfrazar el origen de la expansión en la emisión primaria y sus efectos sobre la inflación.

En consecuencia, el efecto monetario de la brecha fiscal y cuasifiscal se puede decir que ha ido agrandándose significando ahora cinco veces más de lo que implicaba hace dos décadas.

Es decir, no obstante que las cifras en términos del producto correspondientes a la brecha fiscal y cuasifiscal son menores en el último año, su impacto inflacionario es probablemente mayor por su repercusión monetaria.

Notas

1) Al respecto, cabe mencionar los trabajos realizados por Chang (1985), Robinson y Stella (1988) y Tejeiro (1989) que han sistematizado la discusión sobre las actividades cuasifiscales del Banco Central.

Experiencias de países latinoamericanos pueden encontrarse por ejemplo en Reyes (1987), Piekarz (1987) y Onandi y Viana (1987), ponencias presentadas en el seminario "Efectos Monetarios de la Política Fiscal", realizado en Brasilia en Agosto de ese año.

De otro lado, el análisis del impacto de la inflación sobre el déficit tiene como referencia básica el artículo de Tanzi, Blejer y Tejeiro (1988).

Una visión de conjunto sobre problemas analíticos y metodológicos de medición de los déficit se encuentra en Blejer y Cheasty (1990)

2) Ello implica la transferencia del 100% de las utilidades. Naturalmente, existirá un desfase entre el período de generación del ingreso y el período de pago que podrá disminuir la transferencia real.

3) La mayor parte de estos temas se discute en Robinson y Stella (1987) y Tejeiro (1989).

BIBLIOGRAFIA

- BLEJER, Mario y CHEASTY, Adrian, "Analytical and methodological issues in the measurement of fiscal deficits", documento no publicado, Fondo Monetario Internacional, 1990.
- CHANG, Roberto, "Monetary authorities' net results as part of government deficits", documento no publicado, Washington, Fondo Monetario Internacional, versión revisada: Enero de 1986.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, "Measurement of fiscal impact: methodological issues", editado por Mario Blejer y Ke-Young Chu, (Washington, Junio de 1988).
- ONANDI, Dionisio y VIANA, L., "El déficit parafiscal: un análisis de la experiencia uruguaya", documento presentado en el seminario "Efectos monetarios de la política fiscal" llevado a cabo en Brasilia, Agosto de 1987.
- PIEKARZ, Julio, "El déficit cuasifiscal del Banco Central", documento presentado en el seminario "Efectos monetarios de la política fiscal", Brasilia, Agosto de 1987.
- RAMOS, Joseph y EYZAGUIRRE, Nicolas, "Equilibrios macroeconómicos y fomento del ahorro interno", documento no publicado, CEPAL- Noviembre de 1989.
- REYES HEROLLES, Jesús, "Operaciones cuasifiscales en un contexto de estabilización: un apunte sobre la experiencia de México en 1986-1987, ponencia del seminario "Efectos monetarios de la política fiscal", Brasilia, Agosto de 1987.
- ROBINSON, David y STELLA, Peter, "Amalgamating Central Bank and fiscal deficits", en "Measurement of fiscal impact, methodological issues", editado por Mario Blejer y Ke-Young Chu, Fondo Monetario Internacional (Washington, Junio de 1988).
- TANZI, Vito, BLEJER, Mario y TEJEIRO, Mario, "Inflation and the measurement of fiscal deficits", en STAFF PAPERS, Fondo Monetario Internacional (Washington) Vol. 34, (diciembre de 1987), págs. 711-738.
- TEJEIRO, Mario, "Central Bank losses, origins, conceptual issues, and measurement problems", Working Paper -WPS 293- Country Economics Department, October 1989, The World Bank.

25  
CUADRO No. 1

DEFICIT FISCAL Y CUASIFISCAL  
=====

(ZPBI)

	PERDIDAS					CUASIFISCAL		CONSOLIDADO	
	I								
	FISCAL TRADICIONAL	FISCAL CAJA	BCR FINANCIERAS	CAMBIARIAS 1/	B.FOMENTO 2/	I 3/	II 4/	I 5/	II 6/
1985									
I	1.0	2.0	0.8	-0.3	-1.1	0.5	-0.6	2.5	1.4
II	-5.7	-2.0	0.5	-0.1	-0.9	0.4	-0.5	-1.6	-2.5
III	-2.8	-0.2	-0.1	-0.9	-0.5	-1.0	-1.5	-1.2	-1.6
IV	-2.2	1.0	-1.4	-0.6	-0.5	-2.0	-2.5	-1.0	-1.5
ANUAL	-2.5	0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.8	-1.5	-0.5	-1.2
1986									
I	-1.7	0.2	-0.2	-0.9	-0.9	-1.1	-2.0	-0.9	-1.6
II	-2.4	-1.0	-1.5	-0.6	-1.4	-2.1	-3.5	-3.1	-4.5
III	-4.8	-3.6	-1.9	-0.6	-0.5	-2.5	-3.0	-6.1	-6.6
IV	-9.5	-8.2	-1.5	-0.4	-2.5	-1.9	-4.4	-10.1	-12.6
ANUAL	-5.1	-3.7	-1.4	-0.6	-1.4	-2.0	-3.4	-5.7	-7.1
1987									
I	-2.5	-1.7	-0.5	-1.0	-2.8	-1.5	-4.3	-3.3	-6.0
II	-5.1	-4.3	-0.7	-0.8	-1.9	-1.5	-3.4	-5.8	-7.6
III	-7.0	-6.4	-0.4	-3.2	-0.8	-3.6	-4.4	-10.0	-10.8
IV	-9.6	-9.2	-0.7	-4.1	-1.9	-4.8	-6.8	-14.0	-15.9
ANUAL	-6.7	-6.1	-0.6	-2.6	-1.7	-3.2	-4.9	-9.3	-11.0
1988									
I	-1.4	-0.2	-0.3	-4.3	-0.8	-4.6	-5.4	-4.8	-5.6
II	-2.2	-1.2	0.0	-5.3	-1.8	-5.3	-7.1	-6.6	-8.3
III	-9.0	-7.3	0.5	-6.1	-0.6	-5.6	-6.2	-12.9	-13.5
IV	-9.0	-7.4	-2.1	-2.2	-2.5	-4.3	-6.8	-11.7	-14.2
ANUAL	-7.6	-6.1	-1.1	-3.6	-1.9	-4.7	-6.6	-10.8	-12.7
1989									
I	-3.2	-1.9	0.5	-1.6	-1.8	-1.1	-2.8	-3.0	-4.7
II	-3.9	-3.0	-0.8	0.0	-1.5	-0.8	-2.3	-3.8	-5.3
III	-5.6	-4.9	0.2	-0.3	-1.5	-0.1	-1.6	-4.9	-6.5
IV	-6.1	-5.6	0.0	-0.4	-2.9	-0.4	-3.2	-5.9	-8.8
ANUAL	-5.6	-4.9	0.0	-0.4	-2.3	-0.4	-2.7	-5.3	-7.6

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Calculado tomando como referencia el Tipo de Cambio Promedio de Compras y Ventas

2/ Creditos a la banca de fomento en moneda nacional (flujos)

3/ Suma de las Perdidas Financieras y Operativas del BCRP y las Perdidas Cambiarias del BCRP

4/ Suma del Deficit Cuasifiscal I y los Creditos a la Banca de Fomento

5/ Suma del Deficit Fiscal de Caja y el Deficit Cuasifiscal I

CUADRO No. 2

## DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO: 1985

(ZPBI)

	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
a) Total ingresos del gobierno	12.9	17.3	15.1	14.4	14.9
b) Total gastos del gobierno	15.0	20.1	16.6	16.7	17.1
1. GOBIERNO CENTRAL	-2.1	-2.7	-1.5	-2.4	-2.2
2. RESTO SECTOR PUBLICO	3.3	-2.9	-1.3	0.1	-0.4
3. DEFICIT TOTAL (1+2)	1.2	-5.7	-2.8	-2.2	-2.5
4. Intereses no atendidos	2.8	4.6	2.9	3.4	3.4
5. Pagos por intereses atrasados	2.0	1.0	0.3	0.1	0.7
6. DEFICIT CAJA (3+4-5)	2.0	-2.0	-0.2	1.0	0.2

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

CUADRO No. 3

## DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO: 1986

(ZPBI)

	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
a) Total ingresos del gobierno	14.3	15.4	11.3	10.3	12.5
b) Total gastos del gobierno	16.5	14.4	14.9	18.5	16.2
1. GOBIERNO CENTRAL	-2.2	1.0	-3.6	-8.2	-3.7
2. RESTO SECTOR PUBLICO	0.4	-3.4	-1.2	-1.3	-1.5
3. DEFICIT TOTAL (1+2)	-1.7	-2.4	-4.8	-9.5	-5.1
4. Intereses no atendidos	2.2	2.2	1.6	1.7	1.9
5. Pagos por intereses atrasados	0.3	0.8	0.4	0.3	0.4
6. DEFICIT CAJA (3+4-5)	0.2	-1.0	-3.6	-8.2	-3.7

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU



CUADRO No. 4

## DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO: 1987

(ZPBI)

	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
a) Total ingresos del gobierno	11.5	8.3	8.3	8.7	9.0
b) Total gastos del gobierno	13.3	12.5	14.0	17.2	14.6
1. GOBIERNO CENTRAL	-1.9	-4.3	-5.7	-8.5	-5.7
2. RESTO SECTOR PUBLICO	-0.6	-0.8	-1.3	-1.1	-1.0
3. DEFICIT TOTAL (1+2)	-2.5	-5.1	-7.0	-9.6	-6.7
4. Intereses no atendidos	1.1	1.1	0.8	1.1	1.0
5. Pagos por intereses atrasados	0.4	0.2	0.2	0.6	0.4
6. DEFICIT CAJA (3+4-5)	-1.7	-4.3	-6.4	-9.2	-6.1

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

CUADRO No. 5

## DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO: 1988

(ZPBI)

	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
a) Total ingresos del gobierno	10.3	9.3	8.0	9.6	9.2
b) Total gastos del gobierno	13.9	12.1	12.4	11.6	12.0
1. GOBIERNO CENTRAL	-3.7	-2.8	-4.4	-2.0	-2.8
2. RESTO SECTOR PUBLICO	2.3	0.6	-4.5	-6.9	-4.8
3. DEFICIT TOTAL (1+2)	-1.4	-2.2	-9.0	-9.0	-7.6
4. Intereses no atendidos	1.3	1.1	1.9	1.8	1.7
5. Pagos por intereses atrasados	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
6. DEFICIT CAJA (3+4-5)	-0.2	-1.2	-7.3	-7.4	-6.1

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

## CUADRO No. 6

## DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO: 1989

(ZPB1)

	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
a) Total ingresos del gobierno	8.5	6.7	4.9	5.2	5.5
b) Total gastos del gobierno	9.5	8.5	8.9	9.5	9.2
1. DEFICIT GOBIERNO CENTRAL	-1.0	-1.8	-4.0	-4.3	-3.8
2. DEFICIT RESTO SECTOR PUBLICO	-2.2	-2.1	-1.6	-1.8	-1.8
3. DEFICIT TOTAL (1+2)	-3.2	-3.9	-5.6	-6.1	-5.6
4. Intereses no atendidos	1.4	1.0	0.9	0.6	0.8
5. Pagos por intereses atrasados	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1
6. DEFICIT CAJA (3+4-5)	-1.9	-3.0	-4.9	-5.6	-4.9

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

## CUADRO No. 7

## ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BCRP: 1985 1/

(Z del PBI)

	I	II	III	IV	ANUAL
I. Ingresos	2.04	2.00	2.01	1.93	1.99
a) Intereses	2.04	2.00	2.01	1.93	1.99
-M/M	1.32	1.30	1.21	0.95	1.16
-M/E	0.72	0.71	0.81	0.97	0.83
b) Resto	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Egresos	1.24	1.49	2.12	3.37	2.28
a) Intereses	1.08	1.38	1.99	3.12	2.10
-M/M	0.26	0.49	0.73	1.89	1.00
-M/E	0.82	0.89	1.26	1.23	1.10
b) Resto	0.16	0.11	0.13	0.25	0.17
III. Utilidades o Perdidas	0.79	0.51	-0.10	-1.44	-0.29

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Los resultados han sido ajustados de acuerdo a la metodología indicada en el texto

## CUADRO No. 8

## ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BCRP: 1986 1/

(Z del PBI)

	I	II	III	IV	ANUAL
I. Ingresos	1.49	0.70	0.64	1.05	0.93
a) Financieros	1.49	0.69	0.64	1.05	0.93
-M/N	0.46	0.36	0.37	0.59	0.45
-M/E	1.04	0.33	0.27	0.46	0.48
b) Resto	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Egresos	1.71	2.20	2.52	2.60	2.32
a) Financieros	1.57	2.08	2.38	2.35	2.15
-M/N	1.09	1.77	1.94	2.06	1.79
-M/E	0.47	0.31	0.43	0.29	0.37
b) Resto	0.15	0.13	0.14	0.24	0.17
III. Utilidades o Perdidas	-0.22	-1.51	-1.88	-1.54	-1.39

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Los resultados han sido ajustados de acuerdo a la metodología indicada en el texto

## CUADRO No. 9

## ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BCRP: 1987 1/

(Z del PBI)

	I	II	III	IV	ANUAL
I. Ingresos	0.74	0.76	0.82	1.03	0.86
a) Financieros	0.74	0.76	0.82	1.03	0.86
-M/N	0.55	0.64	0.71	0.84	0.71
-M/E	0.19	0.13	0.12	0.19	0.16
b) Resto	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Egresos	1.26	1.49	1.22	1.77	1.47
a) Financieros	1.00	1.38	1.11	1.43	1.26
-M/N	0.91	1.24	1.00	1.19	1.10
-M/E	0.08	0.14	0.12	0.24	0.16
b) Resto	0.26	0.11	0.11	0.34	0.21
III. Utilidades o Perdidas	-0.52	-0.72	-0.40	-0.74	-0.60

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Los resultados han sido ajustados de acuerdo a la metodología indicada en el texto

CUADRO No. 10

## ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BCRP: 1988 1/

(Z del PBI)

	I	II	III	IV	ANUAL
I. Ingresos	0.62	0.92	1.65	2.43	1.94
a) Financieros	0.62	0.92	1.65	2.43	1.93
-M/N	0.54	0.86	1.54	2.09	1.70
-M/E	0.08	0.06	0.11	0.34	0.24
b) Resto	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Egresos	0.88	0.97	1.16	4.49	3.02
a) Financieros	0.67	0.84	0.94	4.01	2.66
-M/N	0.52	0.68	0.75	1.22	0.99
-M/E	0.15	0.17	0.19	2.79	1.67
b) Resto	0.22	0.12	0.23	0.48	0.36
III. Utilidades o Perdas	-0.26	-0.05	0.49	-2.05	-1.09

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Los resultados han sido ajustados de acuerdo a la metodología indicada en el texto

## CUADRO No. 11

## ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS DEL BCRP: 1989 1/

(Z del PBI)

	I	II	III	IV	ANUAL
I. Ingresos	1.85	1.39	2.10	2.49	2.22
a) Financieros	1.85	1.39	2.10	2.49	2.21
-M/N	1.72	1.17	1.89	2.20	1.96
-M/E	0.12	0.22	0.21	0.29	0.25
b) Resto	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
II. Egresos	1.32	2.22	1.87	2.46	2.22
a) Financieros	0.98	2.08	1.74	2.26	2.04
-M/N	0.75	1.49	1.43	1.97	1.71
-M/E	0.23	0.59	0.31	0.29	0.33
b) Resto	0.34	0.14	0.13	0.20	0.18
III. Utilidades o Perdidas	0.53	-0.83	0.23	0.03	-0.01

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

ELABORACION: LOS AUTORES

1/ Los resultados han sido ajustados de acuerdo a la metodología indicada en el texto

## CUADRO No\_ 12

PRINCIPALES TASAS DE INTERES DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA  
 =====  
 DEL PERU EN MONEDA NACIONAL  
 =====  
 (Porcentajes nominales)

	ACTIVA		PASIVA	
	BANCO AGRARIO		REMUNERACION ENCAJE	
	ANUAL	MENSUAL	ANUAL	MENSUAL
15.12.84	55.0	4.6	66.0	5.5
01.02.85	61.0	5.1	72.0	6.0
01.07.85	73.0	6.1	87.5	7.3
05.08.85	60.0	5.0	70.0	5.8
26.08.85	45.0	3.8	54.5	4.5
01.10.85	24.5	2.0	34.0	2.8
16.02.86	22.0	1.8	32.5	2.7
16.07.87	18.0	1.5	27.5	2.3
16.03.88	29.5	2.5	31.0	2.6
16.06.88	56.5	4.7	48.5	4.0
01.09.88	106.0	8.8	78.0	6.5
01.12.88 (1)	204.0	17.0	120.0	10.0
01.03.89 (1)	258.0	21.5	138.0	11.5
01.10.89 (1)	240.0	20.0	138.0	11.5
16.11.89 (1)	216.0	18.0	174.0	14.5
16.01.90 (1)	246.0	20.5	222.0-198.0	18.5-16.5
16.03.90 (1)	315.0	26.3	120.0-282.0	10.0-23.5
01.06.90 (1)	420.0	35.0	138.0-354.0	11.5-29.5
01.07.90 (1)	462.0	38.5	150.0-387.0	12.5-32.3

FUENTE: BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

(1) a partir del 01.12.88 las tasas maximas de interes  
 se establecen en terminos mensuales



CUADRO 13

=====

## COEFICIENTES DE MONETIZACION - SISTEMA FINANCIERO 1/

ANOS	DINERO	LIQ.MN	LIQ.ME	AHRR.MN	AHRR.TOT.	LIQ.TOT
1966	8.8%	17.1%	2.1%	8.3%	10.4%	19.2%
1967	8.8%	17.0%	2.3%	8.1%	10.4%	19.3%
1968	8.2%	15.9%	2.1%	7.6%	9.7%	17.9%
1969	8.5%	16.5%	1.6%	7.9%	9.5%	18.1%
1970	9.9%	18.9%	0.7%	8.9%	9.6%	19.7%
1971	10.9%	21.5%	0.2%	10.4%	10.6%	21.7%
1972	11.1%	22.7%	0.1%	11.4%	11.5%	22.8%
1973	11.1%	22.8%	0.1%	11.5%	11.6%	22.9%
1974	10.9%	21.7%	0.1%	10.7%	10.8%	21.8%
1975	10.6%	20.9%	0.1%	10.1%	10.2%	20.9%
1976	9.3%	18.4%	0.1%	9.0%	9.1%	18.5%
1977	8.1%	16.0%	0.2%	7.8%	8.0%	16.2%
1978	7.4%	13.7%	1.6%	6.1%	7.7%	15.3%
1979	6.2%	11.3%	2.5%	5.0%	7.5%	13.8%
1980	6.6%	12.2%	4.1%	5.5%	9.5%	16.3%
1981	5.5%	11.9%	4.6%	6.3%	10.8%	16.5%
1982	4.8%	12.1%	5.9%	7.2%	13.0%	18.0%
1983	4.3%	10.6%	7.5%	6.3%	13.6%	18.0%
1984	4.1%	9.3%	8.1%	5.2%	13.2%	17.4%
1985	4.0%	8.1%	7.5%	4.1%	11.5%	15.6%
1986	5.9%	12.1%	2.7%	6.2%	8.8%	14.8%
1987	6.0%	12.2%	1.1%	6.1%	7.2%	13.3%
1988	3.7%	6.3%	1.7%	2.5%	3.9%	8.0%
1989*	1.7%	4.1%	1.5%	2.4%	3.6%	5.7%

(\*) Preliminar

1/ Ratio definido como el saldo promedio anual del agregado monetario dividido por el PBI nominal del año.

FUENTE: Sub-gerencia del Sector Monetario





