

**RELACIONES FINANCIERAS  
INTERNACIONALES Y ESTABILIZACION:  
UNA PROPUESTA PARA EL MANEJO  
DE LA DEUDA EXTERNA PERUANA**

**Felipe Larrain  
Jeffrey Sachs**

**Grupo de Análisis para el Desarrollo  
GRADE**

Documento de Trabajo/12

© Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE  
Av. del Ejército 1870, San Isidro, Lima  
Marzo 1991

Supervisión de Estilo y Edición: José Peláez Cáceres

# CONTENIDO

PRESENTACION	7
1. LA CRISIS DE LA DEUDA PERUANA	9
1.1. Análisis de la situación de la deuda peruana	9
1.2. El problema de la deuda y la crisis fiscal	12
1.3. Las metas de la política de manejo de la deuda	13
2. ESTRATEGIA PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA	16
2.1. Alivio del flujo de caja	16
2.2. La magnitud de reducción de deuda necesaria	16
2.3. Mecanismos de reducción de deuda con los bancos comerciales	18
3. ESTRATEGIAS PARA EL MANEJO DE LA DEUDA	19
3.1. La propuesta básica	19
3.2. La estrategia de corto plazo: eliminación de los atrasos con las instituciones multilaterales	20
3.3. La estrategia de mediano plazo	23
3.3.1. La negociación para reducir la deuda con los bancos comerciales	23
3.3.2. El Club de París	27
3.3.3. Nuevos préstamos de instituciones multilaterales	28
ANEXO	32
BIBLIOGRAFIA	41

## PRESENTACION

Cuando en julio de 1990 un nuevo gobierno asumió la conducción de la economía peruana, uno de los frentes que demandaba atención prioritaria era el problema de la deuda externa. La demanda era también urgente, dado que de su solución podía depender el éxito de la estrategia de estabilización y la viabilidad del posterior proceso de crecimiento. La imperiosa necesidad de aliviar la creciente carga que para el Estado peruano significaba la deuda y, al mismo tiempo, la conveniencia de mejorar las deterioradas relaciones financieras del Perú con el sistema internacional, exigían una especial dedicación a este conflictivo frente.

No obstante, en lo que va del gobierno del presidente Fujimori aún no se emprende una estrategia consistente para solucionar este problema. Aun cuando parece existir cierto consenso en las instancias gubernamentales, los partidos políticos y la opinión pública en general sobre la importancia del tema, la forma en que debe ser manejada la política sobre deuda y relaciones con el sistema financiero internacional es todavía materia de debate. Mientras tanto, las acciones del gobierno son de carácter aislado y las decisiones más importantes están siendo postergadas.

Resulta imprescindible a esta altura tomar acciones eficaces y rápidas. El debate nacional debe aportar con prontitud salidas creativas sobre el particular, y para ello es necesario confrontar las propuestas que desde diversas instancias se han y se siguen elaborando.

A fines de 1989, un grupo de investigadores nacionales y extranjeros reunidos por el Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE) y dirigidos por Carlos Paredes, investigador de GRADE y de The Brookings Institution, y por Jeffrey Sachs, reconocido experto de la universidad de Harvard, diseñó una propuesta integral para enfrentar el problema de la estabilización y el crecimiento de la economía peruana, que incluía una estrategia para el tratamiento de la deuda externa y la reinserción de la economía peruana en el sistema financiero internacional. La propuesta, cuya estrategia respecto a la deuda es resumida en el presente documento por Jeffrey Sachs y Felipe Larraín, sus autores, fue fruto de un trabajo de equipo que incluyó, además de los directores, a Miguel Palomino, Javier Hamann, Armando

Cáceres, Luis Alberto Arias, Renzo Rossini y Javier Abugattás. Su contenido fue ampliamente discutido al interior y fuera de GRADE, con el propósito de recoger las opiniones y comentarios de representantes de diversas instancias, académicas, políticas y económicas. Los resultados finales fueron difundidos en los primeros meses de 1990, con la idea de contribuir a la discusión y al diseño de los planes de gobierno de los diversos partidos políticos.

Transcurridos ocho meses desde que el nuevo gobierno asumió la conducción del país, GRADE considera necesario dar mayor difusión a esta propuesta para el tratamiento del problema de la deuda. Pese a que el diseño de la estrategia suponía su aplicación simultánea al proceso de ajuste (es decir, a partir del 28 de julio de 1990), las recomendaciones de política continúan plenamente vigentes y son aplicables en la actualidad. GRADE espera así contribuir a un rápido proceso de toma de decisiones en esta área.

En síntesis, esta estrategia para el tratamiento de la deuda externa se sustenta en el reconocimiento de que, en las actuales condiciones, la deuda peruana con el sistema financiero internacional es impagable, por lo cual resulta imprescindible reducirla, de común acuerdo con los acreedores, a un 50% de su valor nominal. La estrategia, basada en la búsqueda del consenso con los acreedores y en la proyección hacia el exterior de una imagen seria en lo concerniente al manejo macroeconómico, propone un tratamiento progresivo, de acuerdo a tres etapas relacionadas con el proceso de estabilización y crecimiento. Durante la primera etapa se debe obtener un alivio de liquidez mediante la generación de un flujo neto positivo de divisas. En la segunda, luego de la etapa de ajuste macroeconómico, se debe regularizar el cumplimiento de los compromisos con los acreedores. La tercera, que coincide con el proceso de crecimiento, tiene como principal objetivo lograr que el Perú vuelva a ser sujeto de crédito.

El Grupo de Análisis para el Desarrollo desea nuevamente expresar su gratitud a las instituciones que apoyaron la realización y difusión del proyecto: la Cooperación Técnica Suiza (COTESU), la Confederación de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP), la Funda-

ción Ebert, la Brookings Institution. Muy particularmente, desea agradecer al Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID) y a la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI), que han patrocinado el desarro-

llo de los estudios económicos en GRADE durante los últimos años.

Lima, marzo de 1991

## 1. LA CRISIS DE LA DEUDA PERUANA

### 1.1. Análisis de la situación de la deuda peruana

La deuda externa peruana, si se le compara con el tamaño de la economía del país, es en la actualidad una de las más grandes del mundo. Hacia fines de 1989, la relación entre deuda externa y exportaciones de bienes y servicios era de 420% (ver Cuadro 1), es decir, mayor a la de los otros países de América Latina, con excepción de Nicaragua (2,656%), Argentina (541%), y Bolivia (526%).

El pago de intereses como proporción de las exportaciones fue de 36.8% durante 1989, siendo Nicaragua y Argentina los únicos países en América Latina con una carga mayor (56.1 y 53.1%, respectivamente). Si el peso de la deuda externa se mide en relación al PBI, el cuadro es muy similar. En diciembre de 1989, la deuda externa total del país era de US\$19,300 millones, cifra que es casi igual al valor del PBI, estimado en US\$19,800 millones para ese año. Las obligaciones por concepto de intereses sumaban entonces 9% del PBI.

En años recientes, la deuda externa del

país ha crecido a tasas muy altas. En dólares nominales, la deuda creció a una tasa promedio anual de 6.8% entre 1985 y 1989. Durante este mismo periodo, la deuda de toda América Latina aumentó a una tasa mucho menor (2%). Esta mayor acumulación de deuda en el caso peruano resulta en gran parte de la acumulación de atrasos en los pagos a los principales acreedores, pues estos atrasos son capitalizados y pasan a formar parte de la deuda. Es precisamente de esta forma como el Perú ha estado financiando sustantivos déficit en cuenta corriente durante los últimos años.

Si se revisa la composición de la deuda externa peruana total para el periodo 1985-89 (ver Cuadro 2) destaca el crecimiento espectacular de los rubros "intereses vencidos" e "intereses sobre pagos vencidos" (que estima los mayores intereses sobre los vencimientos del principal y sobre los atrasos de intereses) durante esos años. Del total de la deuda, alrededor de dos tercios corresponde a obligaciones de mediano y largo plazo. La deuda de corto plazo (el tercio restante) está constituida en su mayor parte por los intereses vencidos y los intereses sobre los atrasos).

Cuadro 1  
Deuda Externa e Intereses como Proporción  
de las Exportaciones en América Latina  
(porcentajes)

	D/X <sup>1/</sup>	i/X <sup>2/</sup>
Perú	420	36.8
Argentina	541	53.1
Bolivia	526	28.2
Brasil	303	30.6
Chile	186	19.1
Colombia	240	21.8
Costa Rica	262	21.6
Ecuador	412	31.3
México	307	29.8
Nicaragua	2656	56.1
Venezuela	261	27.2

1/ D/x: Deuda externa como proporción de exportaciones.

2/ i/x: Pago de intereses como proporción de exportaciones.

Fuente: CEPAL (1989)

**Cuadro 2**  
**Deuda Externa Peruana Total**  
 (millones de dólares, a fin de periodo)

	1985	1986	1987	1988	1989
Deuda a mediano/largo plazo	11034	11441	12094	12259	12475
Garantizada públicamente	9594	10034	10694	10807	10950
Acreedores oficiales	4076	4417	4990	5006	5086
Multilaterales	1435	1757	2182	2075	2081
Gobiernos	2641	2660	2608	2931	3005
Acreedores privados	5518	5617	5704	5801	5864
Instit. financieras	2802	2797	2793	2807	2807
Otros	2716	2820	2911	2994	3057
Banco Central (excl. FMI)	98	33	0	0	0
Sin garantía pública	1342	1344	1400	1452	1525
Deuda a corto plazo	2170	3023	3836	5142	5893
Créditos	1060	1185	1227	1099	1081
Banco Central (excl. FMI)	32	92	109	430	57
Intereses vencidos	880	1301	1654	2174	2512
intereses s/pagos vencidos	198	445	846	1439	2242
Deuda Banco Central al FMI	737	803	990	1001	993
Deuda Total	13940	15237	16921	18402	19361

Fuente: FMI (1990)

Como en la mayoría de los países latinoamericanos, la mayor parte de la deuda externa ha sido contraída por el gobierno. La deuda pública de mediano y largo plazo en el Perú, más la deuda del Banco Central al FMI, ascendió a US\$16,600 millones a fines de 1989 (ver Cuadro 3), cifra equivalente a más del 85% del total de la deuda del país.

La primera suspensión parcial del pago de la deuda que hizo el Perú sucedio en 1983, pero la magnitud de la acción fue muy pequeña. En 1984, los diversos acuerdos de renegociación quedaron inconclusos y el Perú empezó a acumular más vencimientos por montos elevados, principalmente con la banca comercial, pero también con los gobiernos y proveedores. Esta práctica creció dramáticamente después de 1985, cuando

la acumulación de atrasos se convirtió en política del nuevo gobierno. En julio de ese año, el presidente Alan García anunció que el Perú limitaría unilateralmente el servicio de la deuda externa a 10% de sus ingresos por exportaciones, restricción que se aplicaría en principio a todos los acreedores extranjeros. En la práctica, dicha política fue aplicada con menos rigidez: sólo se incluyó el servicio de la deuda pública externa de mediano y largo plazo en el límite del 10%; ciertos acreedores fueron excluidos de la restricción (tales como ALADI, CAF y FAR), y la base sobre la cual se medían las exportaciones fue ampliada para que incluyera bienes y servicios (inicialmente incluía sólo exportaciones de bienes).

Paradójicamente, en 1986, bajo el gobierno de García la relación entre el servicio de la

**Cuadro 3**  
**Deuda Pública Externa Peruana por tipo de Acreedor**  
**(millones de dólares a fin de periodo)**

	1985	1986	1987	1988	1989
DEUDA PUBLICA TOTAL	11,457	12,645	14,108	15,323	16,583
1. DEUDA OFICIAL <sup>1/</sup>	5,027	5,572	6,483	6,892	7,309
1.1 Gobiernos	2,852	3,006	3,229	3,582	3,862
1.1.1 Industrializados	1,820	1,997	2,165	2,457	2,709
1.1.2 Socialistas	1,032	1,009	1,064	1,125	1,153
1.2 Multilaterales (excl. FMI) (principal) (intereses)	1,438 (1,435) (3)	1,763 (1,757) (6)	2,263 (2,182) (81)	2,309 (2,075) (234)	2,454 (2,081) (373)
1.3 Deuda FMI <sup>2/</sup> (principal) (intereses)	737 (725) (12)	803 (754) (48)	991 (875) (116)	1,001 (829) (171)	993 (767) (226)
2. DEUDA PRIVADA	6,430	7,073	7,625	8,431	9,274
2.1 Bancos (principal) (intereses)	3,247 (2,802) (445)	3,548 (2,797) (751)	3,740 (2,793) (947)	4,094 (2,807) (1,287)	4,466 (2,807) (1,659)
2.2 Proveedores (principal) (intereses)	3,183 (2,716) (467)	3,525 (2,820) (705)	3,885 (2,911) (974)	4,337 (2,994) (1,343)	4,808 (3,057) (1,751)

- 1/ Se refiere al total de la deuda de mediano y largo plazo del sector público y la deuda de corto plazo con el FMI.
- 2/ Se refiere tanto a los intereses vencidos como a los intereses sobre los atrasos (del principal y los intereses). El principal se refiere a los atrasos en el pago del principal.

Fuente: FMI (1990)

deuda y las exportaciones fue mayor que 20%, cifra superior que la que se dio durante el último año del gobierno de Belaúnde. Sin embargo, luego de la suspensión generalizada del servicio de la deuda en 1987, la relación entre el pago de la deuda y las exportaciones cayó a menos de 10% en 1988 y 1989<sup>1</sup>. Desde 1987, el Perú empezó a acumular sustanciales atrasos en los pagos a las instituciones financieras multilaterales.

A fines de 1989, el Perú ha incurrido en sustanciales atrasos en los pagos a todos sus

principales acreedores, tanto oficiales como privados, incluyendo a la deuda bilateral (de gobierno a gobierno), las obligaciones multilaterales, la deuda con la banca comercial, y los créditos de los proveedores. La mayoría de los créditos de proveedores (alrededor de US\$3,500 millones) están garantizados por los países acreedores, y por tanto son negociados en el Club de París.

La existencia de tales atrasos en el pago a todos los acreedores determina la orientación que se le debe dar a la política de deuda en lo

1 Para un análisis más detallado, ver Ortiz de Zevallos (1989).

sucesivo. Debe encontrarse los medios para reducir y eventualmente eliminar las obligaciones vencidas con las instituciones multilaterales. Los atrasos en el pago a la banca comercial deben eliminarse en el curso de negociaciones para la reducción de la deuda. En general, es urgente reinsertar al Perú en la comunidad financiera internacional, normalizando las relaciones con los acreedores a través de una combinación de servicio de la deuda, nuevos préstamos y reducción de la deuda existente.

Si se examina los activos del país, se puede constatar que la posición de reservas inter-

nacionales del Banco Central de Reserva del Perú se deterioró dramáticamente durante los primeros tres años del gobierno de García. En 1989 experimentó una leve mejoría y continuó deteriorándose durante la primera mitad de 1990. Esta pérdida de reservas fue resultado, principalmente, de las insostenibles políticas fiscales mantenidas durante el período aprista. El BCR tenía US\$ 1,490 millones de reservas netas en 1985, equivalentes a más de nueve meses de importaciones. A fines de 1988, las reservas netas habían caído a niveles negativos (-US\$352 millones). Durante el mismo período, las reservas brutas cayeron en alrededor de US\$1,200 millones (ver Cuadro 4).

**Cuadro 4**  
**Reservas Internacionales Netas del BCRP**  
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989
Reservas Brutas	2,283	1,861	1,130	1,125	1,512
Obligaciones Corto Plazo	790	903	1,087	1,477	1,155
Reservas Netas	1,493	958	43	-352	357

Fuente: BCRP (1990).

La disponibilidad de reservas mejoró ligeramente en 1989, como consecuencia de la mejora en los términos de intercambio y de la profunda depresión de la economía interna, lo cual redujo las importaciones e hizo que muchas empresas se volcaran hacia el mercado externo. En diciembre de 1989, las reservas brutas casi habían alcanzado los US\$1,500 millones, mientras que las reservas netas se encontraban en US\$357 millones. Sin embargo, en marzo de 1989, las cifras cayeron a US\$1,250 millones y a -US\$37 millones, respectivamente.

## 1.2. El problema de la deuda y la crisis fiscal

Más del 85% de la deuda externa peruana ha sido contraída por el sector público. Por lo tanto, la deuda externa es principalmente un problema fiscal, además de ser un problema de transferencias internacionales. Aun si el sector

privado peruano pudiera eventualmente generar un superávit comercial muy grande, existiría el problema de cómo transferir esos recursos al gobierno para el servicio de la deuda. Es portanto importante analizar los vínculos entre la carga de la deuda y el presupuesto, especialmente en el contexto de un programa de estabilización.

Durante gran parte de los años setenta, el déficit presupuestal pudo ser financiado mediante endeudamiento externo, con el costo consiguiente de incrementar el monto de deuda externa. Sin embargo, luego de que el déficit llegara a casi 10% del PBI en 1975-76, el Perú se encontró en medio de la crisis internacional de la deuda en 1977-78, antes que el resto de países de América Latina. Las reservas internacionales netas cayeron a -US\$1,200 millones en mayo de 1978, y las transferencias netas de acreedores privados también fueron negativas en ese año. Se aplicó entonces un programa de estabilización que lo-

gró eliminar el déficit fiscal, y con una mejora en los términos de intercambio, el Perú reanudó su estrategia de endeudamiento externo agresivo<sup>2</sup>.

Cuando a comienzos de los ochenta se reanudó el movimiento adverso en los términos de intercambio, aumentaron ostensiblemente las tasas de interés externas y se cortaron completamente los créditos externos voluntarios, el gobierno se encontró con un enorme déficit y con fuentes de financiamiento muy limitadas. En estas circunstancias, y luego de realizar una aguda contracción del gasto de gobierno, el gobierno de Belaúnde empezó en 1983 a acumular atrasos en el servicio de la deuda externa, que luego de 1985 crecieron rápidamente.

En 1989, los intereses sobre la deuda pública externa fueron US\$1,570 millones (incluyendo las obligaciones del Banco Central), lo que equivale a alrededor de 8% del PBI. Esta cifra es superior al gasto total del gobierno (sin considerar gasto en intereses) y al total de ingresos tributarios durante todo el año (5.2% del PBI en 1989). Así, las posibilidades de reducir otros componentes del gasto para cumplir con el servicio de intereses se han agotado. La inversión pública ya no es ni siquiera capaz de mantener la capacidad productiva del país, y el espacio para reducir los gastos de personal del sector público es muy limitado, los salarios reales en el sector público no se pueden reducir más. Incluso con una reducción de personal del 20%, el ahorro sería menor al 1% del PBI, lo cual representa una pequeña fracción de los intereses adeudados.

Por tanto, desde el punto de vista fiscal, no es factible cumplir con las obligaciones del servicio de la deuda en base a los ingresos tributarios actuales. Más aun, existen atrasos en el pago de intereses acumulados por más de US\$4,500 millones, que es imposible cancelar usando los ingresos tributarios del gobierno. La situación se complica aun más porque el programa de estabilización probablemente implicará una significativa devaluación real de la moneda nacional. Como consecuencia, se elevará el costo de pagar el servicio de la deuda externa existente, medido en recursos domésticos.

Por tanto, aun cuando el país necesita normalizar sus relaciones financieras con el mundo exterior, es necesario reconocer que cualquier reanudación del pago, incluso de una fracción relativamente pequeña de los intereses de la deuda, puede provocar una crisis fiscal y hacer fracasar el esfuerzo de estabilización. El gobierno simplemente carece de los ingresos necesarios para cubrir sus gastos operativos y además servir la deuda externa<sup>3</sup>.

### 1.3. Las metas de la política de manejo de la deuda

Una meta primordial de toda estrategia de manejo exitoso de la deuda es reestablecer relaciones satisfactorias entre el Perú y la comunidad financiera internacional, de manera consistente con la estabilización, la reanudación del crecimiento y el eventual retorno del país a la condición de sujeto de crédito. Es necesario, sin embargo, ser precisos y realistas respecto al proceso de establecer relaciones financieras satisfactorias. Inicialmente, la meta es reestructurar la deuda peruana en forma aceptable de acuerdo con las normas internacionales, pero al mismo tiempo lograr un alivio virtualmente total del flujo de caja fiscal. La siguiente etapa consiste en restaurar la viabilidad financiera peruana. Esto significa que luego de negociar un paquete de reducción de la deuda, un nuevo cronograma de pagos y nuevos créditos, el Perú debe ser capaz de enfrentar oportunamente sus recién definidas obligaciones con recursos propios, sin recurrir continuamente a la negociación de cronogramas extraordinarios de pago.

La tercera etapa apunta a que el Perú vuelva a ser sujeto de crédito, es decir, que recupere la capacidad de asegurar el financiamiento externo en base a los términos normales del mercado. Esto significa obtener financiamiento comercial y de proyectos en forma voluntaria de los mercados privados, pues lo más probable es que por más de una década los bancos no estén dispuestos a otorgar préstamos para el sustento general de la balanza de pagos (al mismo tiempo, es dudoso que al Perú le convenga buscar dichos préstamos).

2. Para un análisis de las políticas del sector público en el Perú durante estos años, véase Paredes (1990).

3. Es importante mencionar que el sector público peruano no ha acumulado un monto sustancial de deuda interna a diferencia de los gobiernos de Argentina, Brasil y México. El asunto de la deuda es básicamente un problema con los acreedores extranjeros.

## a) Alivio del flujo de caja

Dada la situación económica actual del Perú y sus necesidades financieras, una meta muy importante en el corto plazo es que el país empiece a generar transferencias netas positivas de recursos para apoyar el programa de estabilización. En otras palabras, es necesario que en el corto plazo el Perú obtenga de sus acreedores

extranjeros más de lo que les paga. Puede parecer poco probable que el Perú sea capaz de lograr una transferencia positiva, especialmente luego de un periodo tan largo de relaciones conflictivas con sus acreedores. Sin embargo, Bolivia pudo negociar con sus acreedores, consiguiendo revertir la transferencia neta de recursos durante el primer año de su programa de estabilización (ver Cuadro 5).

Cuadro 5  
Transferencia Neta de Recursos desde el Exterior a Bolivia, 1984-89  
(millones de dólares)

	1984	1985	1986	1987	1988 <sup>1/</sup>	1989 <sup>2/</sup>
Transferencia Neta	-330	-228	213	24	38	386

1/ Estimado

2/ Proyectado

Fuente: Banco Mundial (1989).

Es interesante notar que a pesar de la suspensión generalizada del servicio de la deuda durante el gobierno de García, el Perú siguió ex-

perimentando una Transferencia Neta de Recursos (TNR) negativa en promedio durante todo ese periodo, excepto en 1987 (ver Cuadro 6)<sup>4</sup>.

Cuadro 6  
Transferencia Neta de Recursos desde el Exterior a Perú, 1984-89  
(millones de dólares)

	1984	1985	1986	1987	1988 <sup>1/</sup>	1989 <sup>2/</sup>
Transferencia neta	387	-493	-247	34	-102	-125
Largo plazo	556	-279	-75	134	-2	-26
Acreedores						
Oficiales	328	11	41	-38	36	12
Multilateral	113	48	-19	47	-13	-31
Bilateral	215	-38	60	-85	50	43
Privados	483	-43	-17	81	-24	-23
Deuda privada no garantizada	-255	-247	-98	91	-15	-15
Créditos FMI	30	-37	-97	-71	-2	-1
Corto Plazo	-132	-117	-102	-98	-99	-99

1/ Estimadas

2/ Cifras proyectadas

Fuente: Banco Mundial (1989).

4. Aun en ese año la TNR aunque positiva, fue extremadamente baja.

¿Por qué el Perú continuó realizando transferencias netas de recursos al exterior a pesar de la drástica postura de García, mientras que Bolivia tuvo éxito en generar una afluencia neta positiva de recursos, a pesar de tener una posición algo más suave frente a la comunidad acreedora oficial? En el caso boliviano, el gobierno llevó a cabo reformas económicas coherentes y atrajo así el financiamiento oficial tanto multilateral como bilateral, mientras que al mismo tiempo mantenía una suspensión total del servicio de su deuda con los bancos comerciales. En el Perú, por otro lado, la posición dura -unida a la ausencia de reformas macroeconómicas- no hizo sino ahuyentar más el financiamiento oficial.

## b) Viabilidad

Una manera en que el Perú puede manejar esta situación es a través de métodos de "emergencia", tales como la continuación de la suspensión de pagos a la banca comercial acreedora, y la reprogramación anual de sus obligaciones con los acreedores del Club de París. Sin embargo, hay que tener en cuenta que estos métodos detienen el flujo de recursos hacia afuera pero no resuelven el problema fundamental: el Perú tiene una deuda demasiado grande en relación a su capacidad de pago en el largo plazo. Por ende, la siguiente etapa de la estrategia peruana deberá consistir en eliminar el denominado "exceso" de deuda, reduciendo la carga de la deuda peruana a niveles pagables.

El problema con los métodos de emergencia es que el exceso de deuda continúa enturbando las perspectivas económicas futuras. Incluso si no se paga la deuda, la existencia de una deuda demasiado grande puede dañar el proceso de estabilización y recuperación de la economía. La deuda hace que el público carezca de confianza en las reformas; hace que las empresas posterguen sus planes de inversión; hace que los políticos reformistas pierdan el apoyo del público, quien teme que los beneficios de las reformas favorezcan únicamente a los acreedores extranjeros; crea expectativas del rompimiento de la buena voluntad entre acreedores y deudores, con el consiguiente riesgo de que los acreedores impongan castigos. Por estas razones, es importante que la deuda excesiva sea efectivamente

reducida, y no sólo postergada repetidamente mediante medidas extraordinarias<sup>5</sup>.

La meta de la reducción de la deuda es, en primera instancia, recuperar la viabilidad -esto es, la capacidad del Perú para enfrentar sus deudas de manera "normal". Eso no significa necesariamente que el Perú volverá a ser sujeto de crédito instantáneamente, sino sólo que la crisis de la deuda será solucionada, y los pagos de montos más pequeños de la deuda se convertirán en actos rutinarios.

## c) Posibilidad de volver a ser sujeto de crédito

Quienes se oponen a la reducción de deuda arguyen que los países que insisten en este camino no estarán en condiciones de atraer préstamos voluntarios en el futuro. Este argumento es generalmente incorrecto. Es precisamente el exceso de deuda lo que limita los préstamos. El Perú probablemente atraiga nuevos préstamos -esto es, volverá a ser sujeto de crédito- su deuda es menor. Más aun, incluso si el Perú fuera hoy capaz de obtener nuevos recursos de sus acreedores actuales, estos préstamos probablemente serían menores al monto que el Perú tendría que pagar a los acreedores por el "privilegio" de haber obtenido los nuevos préstamos. En otras palabras, el nuevo endeudamiento (especialmente con los bancos comerciales) sólo reduciría la transferencia neta negativa de recursos, pero no la revertiría.

Cualquiera sea la solución al problema de endeudamiento, es poco probable que el Perú encuentre agentes privados dispuestos a otorgarle préstamos de sustento de la balanza de pagos. Los bancos no otorgarán créditos sindicados al gobierno como en los años setenta. La calidad de sujeto de crédito debe interpretarse de manera más amplia e incluir la reaparición de préstamos para financiar el comercio y créditos para proyectos específicos (especialmente de empresas privadas). Para estos propósitos más limitados, es probable que el Perú pueda volver a ser sujeto de crédito en los mercados internacionales de capitales durante los próximos cinco años, suponiendo que se siga un proceso serio de reforma y que el antiguo endeudamiento sea reducido sustancialmente.

5 Para un análisis del argumento del exceso de deuda, ver Sachs (1988) y Krugman (1989).

## 2. ESTRATEGIA PARA EL ALIVIO DE LA DEUDA

### 2.1. Alivio del flujo de caja

La primera meta de la estrategia para el tratamiento de la deuda externa es revertir la transferencia neta negativa de recursos durante el primer año del programa de estabilización. Se ha estimado que el Perú requerirá un flujo neto positivo de recursos durante el primer año calendario del programa para poder contar con las reservas de divisas necesarias para la estabilización, y para permitir que el total de importaciones se incremente en unos US\$450 millones. La magnitud de los recursos requeridos depende, en todo caso, del nivel de reservas internacionales disponibles al inicio del programa<sup>6</sup>.

Se calcula que el incremento de las importaciones en la segunda mitad de 1990 sólo restauraría el nivel de importaciones alcanzado en 1975. En 1991 las importaciones deben crecer en casi US\$1,000 millones más para sustentar la recuperación económica del país; sin embargo, pese a estos fuertes incrementos, las importaciones no alcanzarían los niveles de 1981-82. Estos niveles de importación han sido determinados de manera que sean consistentes con la liberalización comercial de la economía y con el crecimiento del producto de 5% asumido para el futuro<sup>7</sup>.

Durante el primer semestre del programa, el Perú podría lograr el alivio necesario de su flujo de caja mediante la siguiente estrategia:

- i) Bancos Comerciales: servicio nulo de la deuda, mientras se inician las negociaciones de reducción de deuda en el marco del Plan Brady;
- ii) Fondo Monetario Internacional: servicio de las obligaciones corrientes, proyectadas en US\$72 millones (incluyendo principal e intereses);
- iii) Banco Mundial: servicio de las obligaciones corrientes, proyectadas en US\$83 millones.

- iv) Banco Interamericano de Desarrollo: servicio corriente de US\$44 millones de principal e intereses.
- v) Acreedores Bilaterales, Club de París: servicio nulo de la deuda hasta que se inicien renegociaciones para una reestructuración y para la reducción de la deuda; tratamiento similar para los gobiernos socialistas y para los proveedores;
- vi) Préstamos de Emergencia del Grupo de Gobiernos Acreedores: un crédito de US\$500 millones para apoyar el esfuerzo de estabilización.

La transferencia neta de recursos a Perú durante el primer semestre del programa resultaría así cercana a los US\$300 millones, con una transferencia positiva proveniente del préstamo de estabilización, y transferencias negativas de alrededor de US\$200 millones de los acreedores multilaterales. Para obtener financiamiento de las instituciones multilaterales, el Perú deberá cancelar sus deudas vencidas. Se asume que el Perú seguirá la política actual de no pagar al BM y al BID hasta julio de 1990, mientras que el nuevo gobierno empezará a pagar las obligaciones corrientes del principal y los intereses durante el periodo agosto-diciembre. Esto congela los atrasos en los pagos a las multilaterales al nivel de julio de 1990, y es un gesto de buena voluntad orientado a cancelar todos los vencimientos restantes a principios de 1991.

### 2.2. La magnitud de reducción de deuda necesaria

Luego de los primeros meses de alivio de su flujo de caja, el Perú debe negociar un paquete de reducción permanente de la deuda y del servicio de la deuda. El monto de la reducción del servicio de la deuda debe ser suficiente como para permitir que el Perú sirva sus obligaciones de manera rutinaria con recursos propios; dejar al Perú con los recursos suficientes para sostener la estabilidad macroeconómica y el crecimiento futuro y permitir que el Perú recupere el acceso al mercado internacional de capitales dentro de los

6. Hacia fines de 1989, las reservas netas del banco Central eran de US\$ 155 millones, pero han estado cayendo durante 1990, lo que hace presumir que las reservas netas serán nulas cuando entre el nuevo gobierno.

7. Estos supuestos, y metas forman parte de la estrategia de crecimiento para el Perú, propuesta como resultado del proyecto del cual forma parte este texto (Paredes y Sachs 1990). La explicación sobre el modelo de consistencia usado en este trabajo se encuentra en un apéndice de Hamann, Palomino y Paredes (21990).

próximos cinco años. Para este propósito, los indicadores estándar del peso de la deuda -tales como la relación entre deuda y PBI y la relación entre deuda y exportaciones- deben volver a niveles normales. En particular, la relación entre deuda y exportaciones debe llegar a ser menor a 250%, y la relación entre deuda y PBI debe descender a 50% o menos durante los próximos años, y experimentar mejoras continuas a lo largo de la década.

Empleando el marco de consistencia discutido en Hamann, Palomino y Paredes (1990) se llevó a cabo una simulación para examinar el monto de reducción de deuda que sería necesario para alcanzar estas metas. El supuesto inicial es que el Perú crece a un ritmo moderado de 5% al año a partir de 1991, lo cual genera una necesidad de aumentar las importaciones. En el mediano plazo, la tasa de inversión debe incrementarse a alrededor de 22% del PBI para poder sostener este crecimiento. Al mismo tiempo, deben cumplirse dos requisitos para que este crecimiento sea sostenible: el sector público peruano debe ser capaz de pagar el servicio de la deuda sin necesidad de recurrir al financiamiento deficitario y el resultado en la cuenta corriente debe ser sostenible. Dadas estas condiciones, el monto mínimo de reducción de pasivos necesario es de alrededor de 45% de la deuda pública total<sup>8</sup>.

¿Qué sucede si se supone, por el contrario, que el Perú paga todos los intereses de la deuda existente, mientras pide prestado en el exterior lo suficiente para alcanzar tasas de inversión consistentes con el 5% de crecimiento al año? El resultado sería un crecimiento explosivo de la deuda, y de las relaciones deuda-PBI y deuda-exportaciones por encima de los ya astronómicos niveles actuales (ver Cuadro A-3 en el Apéndice). Este escenario nos enseña dos cosas, directa e indirectamente. Directamente, el Perú no será capaz de crecer a un ritmo de 5%, y al mismo tiempo volver a ser sujeto de crédito (de acuerdo con los indicadores usuales), y servir la deuda actual. Indirectamente, el escenario enfatiza lo poco probable que sería para el Perú conseguir los montos necesarios para un crecimiento adecuado, dado el nivel de deuda actual. ¿Quién, después de todo, estaría dispuesto a prestarle al Perú si la razón deuda-exportaciones permanece

por encima de 400% durante otra década, incluso bajo el supuesto de una década de crecimiento favorable?

Queda entonces claro que es simplemente imposible que el Perú crezca a un ritmo de alrededor de 5% anual, sirviendo al mismo tiempo la totalidad de su deuda en las condiciones actuales. Sin embargo, esta meta tan modesta de crecimiento del PBI es crucial para recuperar los niveles de ingreso per cápita durante la próxima década, luego de la fuerte caída de 25% en los niveles de vida experimentada durante los años ochenta. Las estimaciones de Hamann, Palomino y Paredes (1990) muestran que bajo condiciones favorables, el Perú podría pagar un máximo de 55% de su deuda externa si al mismo tiempo espera alcanzar los objetivos trazados (servicio de deuda rutinario, crecimiento adecuado, y un peso de la deuda dentro de límites normales). Esto hace más evidente la necesidad de aplicar una estrategia para reducir los pasivos del país, como se verá más adelante.

La reducción que el Perú necesita del 45% de su deuda total deberá ser distribuida en forma desigual entre los distintos acreedores. Es muy probable que los préstamos de las instituciones multilaterales -debido a su carácter de acreedores preferenciales- deban pagarse en los términos normales. Esto significa que los bancos comerciales y los acreedores bilaterales (incluyendo la mayoría de los créditos de proveedores, que son negociados en el Club de París) deberán absorber gran parte de las pérdidas por préstamos al Perú. Para ser más precisos, la deuda con la banca comercial y la deuda con el Club de París (incluyendo los créditos de los proveedores con garantía oficial que son negociados allí) y otros acreedores bilaterales, deberán ser reducidos en dos tercios aproximadamente, para poder alcanzar la reducción total del 45%<sup>9</sup>. Por supuesto, la repartición de esta carga entre los bancos y los acreedores oficiales bilaterales no será necesariamente pareja. Hay que considerar que los mercados financieros ya han anticipado que el Perú pagará sólo una pequeña parte de sus obligaciones con la banca comercial: dicha deuda ahora se cotiza en el mercado secundario a un precio de alrededor de 6% de su valor par.

8. El escenario para la balanza de pagos con reducción de deuda se muestra en el Cuadro A-2, en el Apéndice de este documento.

9. Se supone que los gobiernos socialistas y otros proveedores deben recibir el mismo trato que el Club de París.

### 2.3. Mecanismos de reducción de deuda con los bancos comerciales

Los mecanismos de reducción de deuda se emplean con mayor frecuencia en el caso de los pasivos con los bancos comerciales. Existen muchos mecanismos que podrían usarse para lograr la reducción de deuda requerida. Sin embargo, algunos métodos son mejores que otros<sup>10</sup>. Una primera distinción crucial es aquella entre los esquemas unilaterales y los negociados. En principio, el Perú podría simplemente afirmar que pagará sólo una determinada fracción de la deuda en el largo plazo. Tal solución unilateral no sería deseable, pues existen propuestas negociadas que podrían tener el mismo efecto y significar un menor costo para la reputación internacional del Perú y sus relaciones externas. Por tanto, es conveniente explorar las soluciones negociadas que se pueden acordar entre el Perú y sus acreedores extranjeros.

Una segunda distinción necesaria es la referida a las propuestas globales y las parciales. El esquema global consiste en un acuerdo de reducción de pasivos que cubra toda (o casi toda) la deuda de un país, al menos para una clase particular de acreedor. Tal fue el caso de la negociación mexicana de 1989, que incluía toda la deuda de mediano y largo plazo con la banca comercial. Las propuestas parciales, a su vez, consisten en la reducción de deuda mediante distintos tratos individuales con determinados acreedores. Un ejemplo del esquema parcial es la estrategia de reducción de deuda adoptada por Chile durante el periodo 1985-89.

Una tercera diferencia se da entre propuestas concertadas, donde los acreedores en grupo deciden participar en la negociación de un paquete de deuda, y acuerdos voluntarios, donde cada acreedor decide individualmente si participa o no en el paquete. Existe una relación estrecha entre los esquemas concertados y globales, por un lado, y los voluntarios y parciales, por el otro. Podría darse el caso de que un acuerdo voluntario termine siendo global porque todos los acreedores deciden participar en el trato, pero esto es poco probable por las razones que se expondrán más adelante.

A un nivel más específico, existen diversos mecanismos de reducción de la deuda. La inversión con pagarés de deuda consiste en el intercambio de deuda externa (generalmente con un

descuento) por capital en el país deudor. Usualmente, el sector público pre paga su deuda externa en moneda nacional, monto que luego es empleado para la inversión directa en el sector privado (en algunos casos la deuda se intercambia directamente por participaciones accionarias en empresas estatales que están siendo privatizadas). En ciertas ocasiones, el inversionista resulta ser el mismo banco acreedor, mientras que en otros casos, el banco le vende su deuda a terceros que quieren invertir en el país endeudado. La conversión de deuda en capital es necesariamente de naturaleza voluntaria y forma parte por lo general de las propuestas parciales. Sin embargo, un monto limitado de estas operaciones puede ser incluido dentro de un paquete global, como hicieron México y Costa Rica.

La conversión de deuda en capital se ha diseñado para reducir el nivel de deuda como para atraer inversión extranjera, porque el intercambio generalmente va acompañado de un importante subsidio al inversionista extranjero. En la práctica, es improbable que la conversión de deuda en inversión incremente significativamente la formación de capital. Estos acuerdos pueden incluso retrasar las inversiones, si las empresas que de otro modo hubieran invertido recursos frescos deciden esperar para participar en un intercambio de deuda. Más aun, estos intercambios pueden tener otros efectos perjudiciales, tales como el incremento inflacionario de la oferta monetaria.

Los intercambios de deuda por deuda, también conocidos como *securitization*, consisten en el intercambio de la deuda externa antigua por deuda externa nueva con un descuento (el descuento puede consistir en la disminución del principal o en una reducción de la tasa de interés). La nueva deuda normalmente adquiere la forma de obligaciones al portador. Esta opción ha formado parte de los esquemas parciales, tal como los denominados bonos de salida (*exit bonds*) que consistía en dinero fresco, prestado por la banca comercial a los países deudores para cumplir con parte del servicio de los intereses. La conversión de deuda vieja en deuda nueva también ha sido un componente importante de los acuerdos globales. En el caso de México en 1989, fue el instrumento más empleado, comprendiendo alrededor del 88% de los acuerdos.

La recompra de deuda consiste en la compra en efectivo de la deuda externa con un descuento relativo a su valor nominal. El financia-

miento de esta operación puede provenir de la reserva oficial del país, del dinero concedido por las instituciones financieras internacionales, del mercado paralelo de divisas (como en el caso de las recompras en Chile), o de la transferencia de algún gobierno extranjero (como sucedió en Bolivia). En general, las recompras han consistido en una transacción directa entre el acreedor y el deudor. Sólo en el caso de Chile la mayoría de las operaciones de recompra se han realizado a través de un tercero, un intermediario financiero que compra la deuda en el exterior y se la vende al deudor local, apropiándose de parte del descuento.

### 3. ESTRATEGIAS PARA EL MANEJO DE LA DEUDA

El Perú necesita lograr un acuerdo global y concertado con sus acreedores extranjeros. Este es el único tipo de acuerdo que podrá conducir a una reducción de la deuda lo suficientemente grande como para lograr los propósitos de eliminar el exceso de deuda. Los mecanismos específicos a ser empleados se analizan en esta sección.

#### 3.1. La propuesta básica

El aspecto clave para las relaciones financieras entre el Perú y el mundo exterior es una buena relación con el FMI. Este es probablemente el punto de partida fundamental para la reconstrucción de las relaciones con la comunidad financiera oficial. En general, los acreedores (tanto oficiales como privados) consideran a los acuerdos del FMI como un indicador fundamental de que las políticas económicas de un país son serias. Este "certificado de buena conducta" es muy importante para los países que no pueden mostrar buenos resultados económicos que respalden sus pretensiones de seriedad, como sucede típicamente al inicio de los programas de ajuste.

Es entonces necesario que el Perú y el FMI diseñen una estrategia para que el país salde de sus atrasos en el servicio de la deuda con esa institución. Es posible llevar a cabo un programa con el FMI incluso si se suspende el servicio de la

deuda con los bancos comerciales. Esto hubiera sido imposible hace cinco años, cuando el FMI exigía que un país cancelara los atrasos en el pago a los bancos acreedores como condición previa para un acuerdo (el FMI exigía, por lo menos, un plan acordado para eliminar los atrasos durante el periodo que durara el programa). En 1986, Bolivia se convirtió en el primer país en lograr un acuerdo con el FMI pese, tener atrasos en el pago a los bancos y carecer de un acuerdo para eliminar los atrasos. En esa época, Costa Rica también adoptó un programa con el FMI a pesar de que había suspendido el pago de intereses a los bancos comerciales acreedores. Finalmente, en marzo de 1989 el Plan Brady llamó al FMI a adoptar una posición más flexible hacia aquellos deudores que no estuvieran al día en sus obligaciones con los bancos. Desde entonces, varios programas del FMI, incluyendo los de Ecuador y Venezuela, han sido firmados con países que están atrasados en los pagos a la banca comercial.

La clave para el manejo de la deuda, luego de firmar un acuerdo con el FMI, es desarrollar una propuesta diferenciada para cada tipo de acreedor. Como ya se discutió, no parece existir manera alguna de obtener una reducción de la deuda con las instituciones financieras multilaterales, incluyendo el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Lo máximo que se puede esperar de ellos (luego de eliminar los atrasos) es obtener una transferencia neta positiva de recursos durante varios años, mientras que el país se recupera. Una reducción de la deuda puede lograrse más fácilmente por el lado de la banca comercial, de acuerdo con el Plan Brady; ésta debería ser la piedra angular del programa de reducción de deuda.

La situación con los acreedores bilaterales es más compleja. Será considerablemente más difícil lograr una reducción de la deuda con los gobiernos acreedores que con los bancos, pero es probable que si el Perú persevera -tanto en sus negociaciones como en sus reformas económicas- será capaz de lograr también una reducción de la deuda oficial. Al menos es posible, y de hecho rutinario, que los gobiernos acreedores reestructuren el pago de los intereses y del principal<sup>11</sup>.

11. Es importante recordar que el Club de París habitualmente reestructura los pagos, capitalizando los intereses. Los bancos comerciales, en cambio, no capitalizan intereses. En el mejor de los casos, aceptan conceder un préstamo concertado que refinance una porción (generalmente pequeña) de los intereses por vencerse. En este sentido, el Club de París ha sido mucho más generoso que los bancos en otorgar alivios del flujo de caja.

Mediante negociaciones creativas, y con resolución, probablemente será posible lograr una reducción de la deuda bilateral. Por ejemplo, puede convencerse a los acreedores extranjeros para que permitan que parte de los intereses sean pagados en moneda nacional y destinados a algunos programas especiales que el país necesita en las áreas de bienestar social, el medio ambiente, y los esfuerzos contra el narcotráfico.

En cuanto a la deuda de corto plazo, el país debe realizar todos los esfuerzos para pagar los créditos comerciales en las condiciones pactadas, como lo ha venido haciendo con la mayoría de los acreedores, incluso en medio de la suspensión de pagos<sup>12</sup>. Al menos, el Perú debería continuar realizando los pagos de intereses, pagando el principal hasta donde sea posible, especialmente si los bancos mantienen las líneas de créditos comerciales existentes. La falta de pago de los créditos comerciales de corto plazo pueden poner en riesgo innecesariamente la fluidez de las relaciones comerciales con el resto del mundo. Asimismo, para obtener financiamiento comercial adicional, el Perú debe atraer nuevos compromisos de financiamiento de las agencias crediticias oficiales: Eximbank (EEUU), Export-Import Bank (Japón), Hermes (Alemania Federal), COFAS (Francia), OGCSF (Gran Bretaña), etc. Estas agencias dejaron de otorgar nuevos préstamos al Perú luego de que el país empezó a atrasarse en sus pagos al Club de París.

Para atraer inversión extranjera en montos significativos, el Perú debe firmar el acuerdo que permita la aplicación de las diversas formas de seguros internacionales en favor de la inversión extranjera en el país. Entre las agencias envueltas en ese mecanismo se encuentran la Overseas Private Investment Corporation (OPIC) del gobierno norteamericano, y la Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) del Banco Mundial. En cuanto a los grandes proyectos de inversión en el sector privado, existen recursos financieros disponibles del International Financial Corporation (IFC), del Banco Mundial.

### 3.2. La estrategia de corto plazo: eliminación de los atrasos con las Instituciones multilaterales

Como un primer paso hacia la normalización de las relaciones entre el Perú y la comunidad financiera internacional es esencial diseñar un plan que elimine los atrasos en el pago a las Instituciones multilaterales: el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo. El Perú es uno de los pocos países en el mundo que se encuentran atrasados en sus pagos a estas instituciones. Sólo la eliminación de los atrasos con el FMI permitirá negociar un nuevo acuerdo con esa institución, lo que a su vez es necesario para empezar las conversaciones con el Club de París, para la obtención de los préstamos del Banco Mundial, y para acceder a los beneficios del Plan Brady.

El Perú empezó a atrasarse en sus pagos al FMI en 1986<sup>13</sup>. Desde entonces, el país ha acumulado atrasos por 627 millones de DEG, equivalentes a US\$824 millones<sup>14</sup>. De éstos, US\$593 millones corresponden a atrasos en el pago del principal y los US\$231 millones restantes a los intereses vencidos. Estas cifras hacen al Perú el segundo más grande tenedor de atrasos entre los miembros del FMI, después de Sudán. En la segunda mitad de 1989, se logró un acuerdo con el FMI según el cual el Perú empezó a pagar sus obligaciones con el FMI de manera regular a partir del 1o. de septiembre de 1989, incluyendo los intereses sobre los atrasos. En consecuencia, los atrasos del Perú han quedado congelados en 627 millones de DEG. El gobierno suscribió este acuerdo para disuadir al FMI de tomar acciones más drásticas con el Perú, que podrían haber incluido la expulsión.

Los atrasos con el Banco Mundial datan de 1987. Desde entonces y hacia fines de 1989, obligaciones vencidas de intereses y del principal sumaban un total de US\$632 millones. Esto hace al Perú el más grande tenedor de atrasos con el Banco Mundial, con alrededor de la mitad del total de atrasos. Como no se ha logrado acuerdo

12. Los créditos comerciales son una de las pocas obligaciones en las que el Perú no ha acumulado atrasos.
13. El primer atraso de pagos de Perú con el FMI, y que aun se encuentra impago, se produjo en diciembre de 1985, pero se trataba de un monto pequeño. La acumulación sustancial de atrasos empezó en 1986.
14. Todas las obligaciones con el FMI están expresadas en Derechos Especiales de Giro (DEG). De aquí en adelante se convierte los DEG a dólares utilizando el tipo de cambio de fines de diciembre de 1989 (1 DEG = S\$. 1.31416).

alguno entre el Banco Mundial y el gobierno peruano, es muy probable que los atrasos sigan creciendo, aumentando en unos US\$139 millones entre enero y julio de 1990.

Los atrasos con el BID, por otra parte, sumaban \$183 millones hacia fines de 1989, sobre alrededor de US\$1,100 millones de deuda<sup>15</sup>. Dado que el país ha dejado de pagar su deuda con el BID, los atrasos con esta institución continúan acumulándose. Si esta política continúa durante el periodo enero-julio de 1990, el país tendrá atrasos por alrededor de US\$240 millones en julio de 1990.

Para regularizar la situación del Perú es necesario eliminar los atrasos con todas las instituciones multilaterales. El problema básico es que los atrasos en el pago a estas instituciones sumaban un total de US\$1,640 millones hacia fines de 1989, cifra demasiado alta para que el Perú la pueda pagar con recursos propios (especialmente si al mismo tiempo intenta estabilizar). Se trata además de un monto demasiado grande como para pedir un préstamo a los gobiernos que apoyan los esfuerzos peruanos. De acuerdo con las prácticas existentes, las propias instituciones multilaterales no realizan reprogramaciones para los atrasos<sup>16</sup>. Sin embargo, los atrasos deben ser cancelados antes de que se vuelvan a otorgar créditos al Perú. La magnitud del problema es tan grande, sin embargo, que debe necesariamente haber cierta flexibilidad por parte de los organismos multilaterales. Por ejemplo, estas instituciones podrían reprogramar los atrasos en el pago del principal, manteniendo una posición dura en cuanto a los atrasos de intereses. En este caso, el problema se tornaría más manejable para el Perú. En este análisis se supone el caso menos optimista -en el cual el Perú debe eliminar todos sus atrasos- para ilustrar la magnitud del problema, y para buscar eventuales soluciones.

La parte más importante de la solución debe ser formar un grupo de gobiernos amigos

que otorguen préstamos al Perú para repagar los atrasos con las instituciones multilaterales. Estos préstamos pueden realizarse en el contexto de un programa supervisado por el FMI y formalmente aprobado por la Junta Directiva, aunque no cuente en un principio con el financiamiento del FMI (técnicamente, el programa se denominaría **Programa Supervisado por el FMI**). Luego de que los atrasos en el pago al FMI hayan sido eliminados, el programa se convertiría en un acuerdo normal a un año con el FMI. Parte del dinero para cancelar los atrasos se otorgaría en la forma de un crédito-puente, el cual sería pagado a los gobiernos tan pronto como el FMI, el Banco Mundial y el BID realicen nuevos desembolsos en el contexto de un nuevo programa con esas instituciones. Parte del dinero permanecería como préstamo a mediano o largo plazo para el Perú.

Es difícil determinar de manera precisa los montos involucrados hasta que el Perú inicie efectivamente las negociaciones con las instituciones y con los gobiernos acreedores. Así, las cifras que se presentan a continuación sugieren sólo los órdenes de magnitud involucrados. Como hipótesis de trabajo, se supone que el Perú continúa con su estrategia actual (no pagar al BM y al BID, sólo pagos corrientes al FMI) hasta el cambio de gobierno a fines de julio de 1990, cuando el nuevo gobierno reanuda el servicio corriente a las tres instituciones con recursos propios, llegando a un desembolso total de casi US\$200 millones a fines de 1990. Esta estrategia mantiene los atrasos en su nivel de fines de julio de 1990 (US\$1,850 millones).

La meta es eliminar los atrasos a comienzos de enero de 1991, luego de que el nuevo gobierno logre conformar el grupo de apoyo mencionado<sup>17</sup>. Entonces podrán iniciarse los programas regulares con las tres instituciones. El total de fondos requeridos para eliminar los atrasos será de unos US\$1,850 millones, los cuales se pueden dividir en dos partes: un crédito-puente de US\$1,000 millones, contra el desembolso de

15. Del total de atrasos, hay un componente en moneda nacional de alrededor de US\$ 20 millones. Este deberá ser pagado únicamente en Intis, y tiene un interés de 4%.
16. Por supuesto, siempre existe la posibilidad de que las reglas cambien. Cualquier ablandamiento en la actitud de las entidades multilaterales sobre la reprogramación de atrasos simplificará el asunto para el Perú. El gobierno japonés financió hace poco un pequeño fondo en el FMI para ayudar a los países en atrasos (empleado recientemente por Guyana), pero los montos involucrados son demasiado pequeños como para cubrir los atrasos peruanos. El Banco Mundial ha reprogramado deudas sólo en contadas ocasiones en base a una estipulación muy poco usada de sus estatutos (Artículo 5.9), pero ésta nunca ha sido utilizada para reprogramar atrasos.
17. Este grupo debe incluir a los países industrializados (especialmente Estados Unidos, España y Japón) y al Fondo Andino de Reservas.

los multilaterales en 1991, y un préstamo de mediano o largo plazo por US\$850 millones. Dos ideas subyacen a este planteamiento. Primero, parece poco realista poder obtener los US\$1,850 millones como préstamo a mediano o largo plazo de gobiernos amigos e instituciones, además del préstamo de estabilización por US\$500 millones<sup>18</sup>. Segundo, es necesario incluir a los organismos multilaterales; si ellos no pueden reprogramar los atrasos, bien pueden participar en programas con un fuerte desembolso inicial luego de haberse eliminado los atrasos. Por supuesto, si parte del pago de los atrasos pudiera ser eventualmente reprogramado, el problema sería menor.

Si no se realiza una reprogramación de los atrasos será necesario que los nuevos préstamos de los multilaterales durante 1991 sean muy grandes. Debe ser posible obtener de ellos todos los recursos necesarios para el servicio de su propia deuda (US\$420 millones programados para 1991 sobre deuda antigua, más alrededor de US\$60 millones en intereses sobre los nuevos préstamos). Además, las tres instituciones en conjunto deben proporcionar US\$ 1,000 millones para repagar el préstamo puente, que podrían distribuirse entre el BM (US\$450 millones), BID (US\$250 millones), y el FMI (US\$300 millones).

Cuadro 7

**Propuesta tentativa para la solución de los atrasos  
con los organismos multilaterales**

	Millones de US\$
Probables atrasos hacia fines de julio de 1990 (inicio del nuevo gobierno)	1850
Más:	
Nuevos vencimientos con las instituciones multilaterales hasta fines de 1991	680
Montos repagados directamente por el Perú	200
Montos cubiertos por los nuevos préstamos de los multilaterales	480
Montos repagados empleando préstamos de un grupo de gobiernos amigos	1850
(diferencia a ser repagada = atrasos, de los cuales:	
repago con nuevos préstamos de las instituciones multilaterales durante 1991	1000
deudas a mediano y largo plazos con los gobiernos amigos)	850

18. El programa de estabilización del cual esta propuesta a parte considera necesario obtener un préstamo de países amigos por un monto aproximado de US \$ 500 millones, para financiar el proceso de ajuste.

### 3.3. La estrategia de mediano plazo

#### 3.3.1. La negociación para reducir la deuda con los bancos comerciales

##### Antecedentes:

##### a) El ejemplo de Bolivia y Costa Rica

Bolivia y Costa Rica son los ejemplos más relevantes de un alivio exitoso de la deuda externa. Bolivia fue el primer país en lograr un acuerdo con los bancos comerciales que involucrara una sustancial reducción de la deuda. La experiencia boliviana es particularmente importante para el Perú, dado que existen evidentes paralelos entre dicho país en 1984-85 y el Perú durante 1989-1990. Más recientemente, Costa Rica ha logrado un innovador acuerdo preliminar con sus acreedores, en el marco del Plan Brady.

##### -El caso boliviano<sup>19</sup>

Desde el inicio de la crisis de la deuda y hasta 1984, Bolivia luchó para mantenerse al día en el pago de sus obligaciones con el exterior, con un costo muy alto para el presupuesto del gobierno: las transferencias netas de recursos a los acreedores extranjeros estuvieron alrededor de 6% del PBI entre 1982 y 1984. Esto presionó sobre el presupuesto, y la subsecuente monetización del déficit llevó al país a la hiperinflación en abril de 1984. Durante la primera mitad de 1985, la inflación llegó prácticamente a 40,000% a tasa anualizada; el PBI per cápita había caído en alrededor de 30% desde 1980. Enfrentada a esta insostenible situación, y con el virtual agotamiento de sus reservas internacionales, Bolivia suspendió el servicio de su deuda externa a mediados de 1984.

Luego de las elecciones de mediados de 1985, un nuevo gobierno tomó el poder. Bajo la presidencia del Dr. Víctor Paz Estenssoro, las nuevas autoridades aplicaron un amplio programa de estabilización que tuvo éxito en detener la inflación. Un elemento importante de este programa fue la suspensión continua del servicio de la deuda a los bancos comerciales, a pesar de la presión externa para su reanudación. Las auto-

ridades, convencidas de que reanudar el servicio implicaría el colapso del programa, resistieron las presiones.

Gradualmente, el gobierno norteamericano, las instituciones multilaterales y, finalmente, los bancos mismos, reconocieron que Bolivia no podía efectuar el servicio de su deuda con la banca comercial en los términos del mercado. Hacia fines de 1986, Bolivia inició las discusiones con los bancos para llegar a un acuerdo definitivo sobre el problema de su deuda. Para ese entonces, la mayoría de los bancos comerciales había hecho provisiones del total de la deuda boliviana, de manera que cualquier monto que ellos pudieran recuperar representaba un beneficio neto<sup>20</sup>. A pesar de este incentivo, las negociaciones con los bancos duraron dos largos años. A lo largo del proceso, Bolivia mantuvo suspensión total del servicio de la deuda a los bancos.

Hacia fines de 1988 se logró un acuerdo con los bancos, y Bolivia recompró alrededor de la mitad de su deuda a 11% de su valor par nominal. La operación fue financiada mediante donaciones de gobiernos amigos. Algunos bancos decidieron mantener sus deudas con la expectativa de que el precio se eleve eventualmente, pero ello no sucedió. El gobierno boliviano ha mantenido su resolución de recomprar su deuda sólo a 11% de su valor nominal y ha mantenido la suspensión total de los pagos de la deuda restante. Las transacciones han seguido realizándose en estos términos, y hacia fines de 1989 Bolivia ya había recomprado alrededor de dos tercios de su deuda con la banca comercial en base a esos descuentos. Los programas del FMI durante este periodo han sido aprobados basados en la presunción de que la deuda restante con la banca se saldaría en los mismos términos.

Esta operación de recompra sólo ha comprendido el principal. Todos los atrasos en el pago de intereses, y los intereses imputados sobre esos atrasos, han sido totalmente eliminados. Por supuesto, este asunto generó mucha fricción con los bancos comerciales, pero la posición boliviana finalmente prevaleció. Al final, el acuerdo no fue totalmente global, pues no se eliminó toda la deuda con la banca comercial a mediano

19. Esta sección está basada en Sachs (1988a).

20. En Estados Unidos, los reguladores solicitaron una provisión total de la deuda boliviana, procedimiento que no había sido ampliado para otros países deudores.

y largo plazo en un solo acuerdo. Pero el acuerdo se ha ido tornando más global con el paso del tiempo. Las instituciones multilaterales apoyan los esfuerzos bolivianos de completar la recompra en base a los términos originales.

### El caso de Costa Rica

Como muchos otros países de la región, Costa Rica sufrió una severa depresión a comienzos de la década. Su ingreso per cápita cayó en alrededor de 15% entre 1980 y 1982. La inflación llegó a alrededor de 100% al año en 1982, y tanto el déficit fiscal como el déficit en cuenta corriente bordearon el 15% del PBI. Las reservas internacionales se agotaron y se cortó todo el crédito externo. En esta situación, el país suspendió la mayor parte del servicio de la deuda externa. Al mismo tiempo, el gobierno adoptó un plan de estabilización que tenía como piedra angular la austeridad fiscal. La combinación de los ajustes internos y la suspensión del servicio de la deuda ha permitido a Costa Rica lograr un crecimiento ininterrumpido del PBI desde 1983, aunque a fines de 1989 su PBI per cápita se encontraba aún 6% por debajo del de 1981.

Por varios años, Costa Rica siguió una estrategia de suspensión parcial del servicio de su deuda con los bancos comerciales. Durante este período, el país sólo pagó alrededor del 20% de los intereses adeudados, decidiendo unilateralmente cuánto podía pagar sin arriesgar la estabilidad macroeconómica interna. El FMI siguió apoyando a Costa Rica a pesar de los continuos y crecientes atrasos. Era claro, sin embargo, que el país debía buscar una solución permanente para su problema de deuda mediante negociaciones con los bancos comerciales.

En noviembre de 1989, Costa Rica finalmente logró un acuerdo con los bancos acreedores, luego de que EE.UU. ejerciera presión sobre la banca para que se llegue a un acuerdo. El acuerdo involucró US\$1,500 millones de deuda y US\$325 millones de atrasos acumulados desde 1986, lo que representaba alrededor del 41% de su deuda externa total. No existió en el acuerdo la opción de nuevos préstamos<sup>21</sup>; las opciones fueron, o la reducción de intereses, o la reducción de principal. Como en Bolivia, el instrumento más importante fue la recompra en efectivo de la deuda, en este caso a 16% del valor nominal<sup>22</sup>. Bajo los términos del acuerdo, al menos el 60% de la deuda bancaria debía ser puesta a la venta a este precio para hacer efectivo el trato. Una parte del dinero para la recompra le fue donado o prestado a Costa Rica por gobiernos amigos y por instituciones multilaterales, mientras que la otra parte provino de sus propios recursos. La deuda que no fue retirada en la recompra fue convertida en bonos con interés menor al del mercado, y una pequeña proporción (especificada en el acuerdo) fue convertida a moneda nacional para proyectos de inversión bajo un esquema de conversión de deuda en capital<sup>23</sup>.

### b) La estrategia para el caso peruano

El Perú debe iniciar cuanto antes las negociaciones con los bancos. Los paralelos con Bolivia son evidentes. Los dos países han experimentado hiperinflaciones, fuertes caídas en los niveles de vida, continuos atrasos en el pago a los bancos, y valores de su deuda bancaria en el mercado secundario de alrededor de 6 centavos por cada dólar durante el período de hiperinflación. Como en el caso boliviano, los bancos comerciales ya han hecho provisiones en sus libros de una parte sustancial de las deudas del Perú<sup>24</sup>.

21. Esto contrasta con el acuerdo mexicano negociado en la misma época, que incluía la opción de nuevos préstamos junto a la reducción de deuda.
22. El trato a los atrasos en el pago de intereses difiere del de Bolivia. Los atrasos se eliminarían a través del pago del 20% del total en efectivo, convirtiéndose el 80% restante en bonos a quince años, sin período de gracia, a la tasa LIBOR más 13/16%. En el caso de los bancos que participaran en la recompra con el 60% o más de sus deudas, los bonos incluirían una garantía de tres años.
23. Un aspecto interesante de este acuerdo es el incentivo para que los bancos participen en la recompra en lugar de otras opciones. Los bancos que elijan vender al menos el 60% de sus deudas al 16% de su valor pueden intercambiar el resto por un bono a 20 años (con 10 años de gracia) que paga un interés de 6.25% al año y con garantía de al menos un año de pago de intereses. Por otro lado, las instituciones financieras que participen en la recompra con menos del 60% de su deuda deben convertir el resto en bonos menos atractivos, a la misma tasa de interés, pero con un período de repago de 25 años (con 15 años de gracia) y con pago de intereses no garantizado.
24. La deuda peruana fue declarada valor deteriorado por el gobierno norteamericano en 1986, y desde entonces los reguladores han forzado a los bancos a hacer provisiones de una proporción creciente de la deuda. Hacia fines de 1989, la deuda había sido sustancialmente provisionada por los bancos, de modo que cualquier cosa que ellos puedan obtener será probablemente una ganancia.

Una diferencia, sin embargo, es que el valor absoluto de la deuda del sector público con los bancos es significativamente superior en el caso peruano, llegando a US\$2,800 millones hacia fines de 1989; esta cifra es aun mayor si consideramos los intereses vencidos (US\$732 millones) y los intereses sobre los atrasos en el pago del principal y de los intereses (US\$732 millones adicionales). En Bolivia, la deuda con la banca comercial en 1985 era aproximadamente de sólo US\$600 millones, con alrededor de US\$ 400 millones en atrasos. Por tanto, una recompra global será más difícil de lograr para el Perú, simplemente porque el volumen de los fondos necesarios es mayor.

La negociación con los bancos comerciales debe apuntar a lograr un acuerdo global que no incluya nuevos préstamos ni conversión de deuda en inversión. El Perú debe pactar un acuerdo que genere una solución de largo plazo, en base a una reducción profunda y permanente de su carga de deuda. Deben evitarse los acuerdos parciales.

Bajo todo punto de vista, la deuda externa peruana es impagable en los términos normales del mercado. Los mercados secundarios ya reflejan esta situación, y valoran la deuda peruana con la banca comercial a 6% de su valor nominal. Este es el precio más bajo entre todos los países latinoamericanos, con la excepción de Nicaragua (ver Cuadro 8).

**Cuadro 8**  
**Precio de la Deuda Externa Latinoamericana en el Mercado Secundario 1/**  
**(porcentaje del valor nominal)**

Perú	6.00
Argentina	12.13
Bolivia	11.50
Brasil	27.75
Chile	64.75
Colombia	60.25
Costa Rica	19.25
Ecuador	15.50
México	38.38
Nicaragua	1.50
Venezuela	35.63

1/ Las cifras muestran el promedio de los precios de compra y venta.

Fuente: LDC Debt Report, (1990).

El esquema más adecuado para el caso peruano es una combinación de recompras y cambio de deuda vieja por deuda nueva (*securitization*) que ofrezca una gama de opciones para los bancos. La idea es dar una serie de opciones con un valor presente similar. Pueden considerarse esencialmente tres alternativas:

- i) Recompras de deuda en efectivo con fuertes descuentos. Asumiendo que existe financiamiento para la operación, este mecanismo es conveniente pues no hay necesidad de dar un valor al activo a ser intercambiado por la antigua deuda (un dólar vale precisamente un dólar). Por supuesto, existe el obstáculo de llegar a un acuerdo sobre el precio.
- ii) Intercambio de deuda antigua por bonos de deuda nueva, que involucren una reducción sustancial del valor nominal de la deuda, y la continuación del servicio de la deuda restante a las tasas de interés del mercado.
- iii) Intercambio de deuda por bonos, con una fuerte reducción de la tasa de interés. Las prácticas contables y reguladoras en algunos países podrían hacer más aceptable para los bancos reducir significativamente la tasa de interés (muy por debajo de las tasas del mercado), mientras mantienen inalterado el valor nominal del principal.

Es indispensable determinar el monto de los fondos necesarios para conseguir un acuerdo global. El precio de recompra probablemente sea algo superior que el actual 6% del mercado secundario, en el rango de 10 a 15% del valor nominal. A este mayor precio, la recompra debería incluir tanto al principal como los atrasos. El costo total de una recompra completa estaría entonces entre US\$280 millones y US\$420 millones para el caso del principal (US\$2,800 millones). Las fuentes de fondos para la operación de reducción de la deuda serían las instituciones multilaterales y los gobiernos acreedores, en el marco del Plan Brady.

- c) **Otras ideas para la negociación de la deuda con la banca comercial.**

Además de los mecanismos anteriormente propuestos, existen otras modalidades que se suelen emplear en las negociaciones sobre deuda externa. Por los costos que pueden implicar

estos mecanismos, no resultan recomendables para el caso peruano, por lo que no se debe recurrir a ellos salvo en el caso que la anterior estrategia no prospere.

### Conversión de deuda en capital

La conversión de deuda en capital es un mecanismo que goza de las preferencias de los bancos, la prensa financiera, e incluso las autoridades de los gobiernos acreedores y las instituciones multilaterales que no identifican como un componente importante de la solución al problema de la deuda. Para respaldar esta posición frecuentemente se menciona como ejemplo el caso chileno. Este entusiasmo por la conversión de deuda en capital, sin embargo, es poco crítico pues deja de reconocer sus importantes limitaciones. Primero, el programa chileno no es aplicable directamente en otros países por la realidad tan peculiar de la economía chilena cuando fue puesto en marcha (bajo déficit fiscal, baja inflación, tasas de interés real moderadas). Segundo, la conversión de deuda en capital tiene fuertes limitaciones de por sí, que se han presentado incluso en Chile<sup>25</sup>.

En el caso peruano, el principal defecto de la conversión de deuda en capital sería sus consecuencias monetarias y fiscales. Esta operación involucran típicamente a un inversionista extranjero, quien aporta certificados de deuda pública para invertir en el sector privado. Esto requiere que el gobierno recompre su deuda externa, ya sea mediante la impresión de billetes, ya sea mediante la emisión de deuda interna. Un economista responsable difícilmente puede recomendar la primera opción a un país que se encuentra al borde de la hiperinflación. La alternativa de emitir deuda interna, por otra parte, es de dudosa factibilidad en el Perú: el mercado para la deuda pública es extremadamente estrecho. Incluso si la deuda pública pudiese ser colocada en el mercado, las condiciones serían extremadamente onerosas (la tasa de interés real sería muy alta). El Perú estaría así sustituyendo una deuda externa con una tasa de interés relativamente baja (deuda que, además, no está siendo pagada), por una deuda doméstica a tasas de interés muy elevadas. Este efecto probablemente primaría sobre el beneficio del descuento obtenido, y el presump-

to público se deterioraría a consecuencia de la transacción.

Aparte de los problemas monetarios y fiscales, la experiencia en todos los programas de conversión de deuda (Chile, Argentina, Brasil, y México) indica que una gran parte de los descuentos del mercado secundario sobre la deuda quedan en manos de los inversionistas extranjeros (quienes en muchas ocasiones son los propios bancos acreedores) y los intermediarios. En suma, la conversión de deuda en capital implica el otorgamiento de altos subsidios por parte de gobiernos que no están en situación de darlos.

La conversión de deuda en capital, supelementalmente al menos, debe incentivar la inversión extranjera. Sin embargo, existe el peligro de que sólo se estén transfiriendo subsidios a inversionistas que iban a invertir de todos modos. La existencia de un programa de conversión de deuda puede demorar la inversión extranjera, al hacer que los inversionistas posterguen sus proyectos para poder participar en dicho programa, en lugar de seguir adelante con proyectos de inversión que iban a ser realizados de todos modos.

Finalmente, es importante resaltar que la conversión de deuda en capital implica la reducción de la deuda de un país, pero no necesariamente una disminución de sus pasivos totales. Los inversionistas extranjeros adquieren el derecho de repatriar las utilidades (y eventualmente el principal) de sus nuevas tenencias de inversión en el país, lo cual implica presiones futuras en la balanza de pagos.

Esta conversión de deuda puede formar parte de una solución global al problema sólo si se emplea en pequeña proporción dentro de un acuerdo amplio con los bancos. En el acuerdo costarricense, el cual eliminó más de US\$1,800 millones de deuda antigua y atrasos, se acordaron conversiones de deuda en capital por sólo US\$20 millones, a ser completados en un periodo de cinco años. Alternativamente, la capitalización de deuda puede ser empleada como parte de un bien diseñado programa de privatización de empresas públicas, evitando así algunos de los efectos macroeconómicos indeseables recién

25. Para un análisis del programa de conversión de deuda chilena, ver Larraín y Velasco (1990)

mencionados. El punto de tensión en este caso será probablemente la división del descuento del mercado secundario entre el país y el inversionista extranjero.

### Intercambio de deuda por exportaciones

El Perú ha realizado intercambios de deuda por exportaciones en el pasado. A través de ellos el país cancela algunas de sus deudas mediante exportaciones no tradicionales, en lugar de pagarlas en efectivo. En general, dichos programas son inconvenientes, porque la parte del descuento del mercado secundario que queda en el país es muy pequeña o nula, y los acuerdos son realizados gradualmente, sin resolver el problema global de la deuda. Los intercambios de deuda por exportaciones son generalmente equivalentes a un simple repago de la deuda a un valor cercano al nominal, dado que las exportaciones empleadas para repagar la deuda tienen un costo de oportunidad que puede ser cercano a los montos en dólares de la deuda cancelada. Es mucho más deseable para cualquier país mantener el comercio exterior en base a los principios financieros normales, y emplear el efectivo para un programa amplio de reducción de la deuda, como en el caso de Bolivia y Costa Rica.

### Nuevos préstamos

En países fuertemente sobreendeudados como el Perú, la solución a la crisis de deuda no radica en conseguir nuevos préstamos de los bancos. El nuevo endeudamiento fue el eje del ahora difunto Plan Baker, que fracasó en la tarea de resolver los problemas de los países altamente endeudados. El actual Secretario del Tesoro Norteamericano, Nicholas Brady, reconoció en 1989 que la solución a una deuda excesiva no es más deuda. Los nuevos préstamos, en el mejor de los casos, podrían refinanciar el 100% de los pagos de intereses. Pero en el caso peruano, ya se vio que el resultado sería otra década sin viabilidad en la balanza de pagos y sin ser sujetos de crédito.

En términos más prácticos, es improbable que los bancos acreedores del Perú estén dispuestos a extender nuevos préstamos al país. La mayoría tiene provisiones cercanas al 100% sobre sus actuales créditos al Perú; cada dólar adicional prestado al Perú tendría que tener provisiones en los mismos términos. La falta de interés de los

bancos en prestar dinero nuevo a México como parte del acuerdo 1989-90 permite vislumbrar la práctica imposibilidad del Perú de atraer nuevos préstamos, incluso si dicha solución fuera deseable.

### 3.3.2. El Club de París

La estrategia de acercamiento a los gobiernos industrializados acreedores, congregados en el Club de París, debe ser sustancialmente diferente a la aplicada en el caso de los bancos. La deuda peruana con el Club de París llegaba a un total de US\$2,700 millones (más US\$3,400 millones en créditos de proveedores garantizados) hacia fines de 1989, cifras que incluyen obligaciones originales, atrasos e intereses imputados sobre los atrasos. Esto equivale a un 32% de la deuda a mediano y largo plazo del sector público.

Un acuerdo con el FMI es la condición *sine qua non* para las negociaciones con los acreedores del Club de París. Generalmente, el Club de París ha estado dispuesto a reprogramar el pago del principal y de los intereses con los países deudores que han logrado un acuerdo con el FMI. Hasta el momento, sin embargo, el Club de París ha sido mucho más reacio a pactar acuerdos explícitos de reducción de deuda. Las proyecciones macroeconómicas indican que una reducción de la deuda con la banca comercial -incluso si es cercana al 100%- no será suficiente para que el Perú vuelva a tener estabilidad económica y un crecimiento moderado. Por tanto, el Perú requiere de una reducción de la deuda con el Club de París.

Hasta hace poco tiempo, la reducción de deuda con el Club de París sólo había sido lograda por países africanos muy pobres, para los cuales el grupo acreedor ha establecido los denominados **Términos de Toronto**. De acuerdo a estos términos, cada gobierno acreedor proporciona un alivio sobre aquellos préstamos otorgados originalmente en condiciones de mercado, mediante la elección de una de las tres siguientes opciones: (1) la eliminación de un tercio de la deuda, acompañada por la reprogramación del pago de los dos tercios restantes a 14 años, con 8 años de gracia; (2) la elaboración de un nuevo cronograma de pago a 25 años, con un periodo de gracia de 11 años para el monto total de la deuda, pero en los términos del mercado; y (3) la reducción de la tasa de interés sobre la deuda en 3.5 puntos (excepto si la tasa de interés

original era menor a 7%, en cuyo caso la tasa se reduce sólo en la mitad), acompañada de la reprogramación del pago de la deuda a 25 años y un periodo de gracia de 14 años. En cuanto a los créditos otorgados originalmente en términos concesionales (asistencia oficial para el desarrollo), los Términos de Toronto proponen la elaboración de un nuevo cronograma de pago a 25 años (14 años de gracia) a las tasas de interés originales. Recientemente, algunos países que no califican estrictamente para los Términos de Toronto han empezado a pedir dicho trato en sus negociaciones con el Club de París, el cual ha dado indicios de tener la voluntad de ampliar la cobertura. En marzo de 1990, Bolivia se convirtió en el primer país de América Latina en obtener los Términos de Toronto, lo que constituye un buen augurio para el Perú.

En principio, el Perú no califica para los Términos de Toronto, de acuerdo con los prerrequisitos originales. Su nivel de ingreso per cápita se estima en algo más de US\$900 en 1989, alrededor de la mitad del promedio de América Latina. Sin embargo, existe una serie de otros indicadores que muestran la crítica situación del país. Durante los últimos dos años, por ejemplo, el ingreso per cápita ha declinado en 22%, un récord absoluto para América Latina y probablemente para todo el mundo.

Las condiciones sociales del Perú se han deteriorado tanto que hoy en día el país está entre los más desfavorecidos de la región. La expectativa de vida al nacer es de sólo 61 años, cifra considerablemente inferior al promedio de la región (66 años). La tasa de mortalidad infantil por cada 1,000 nacimientos ha alcanzado un nivel de 88, muy superior al promedio de América Latina (56), estando sólo mejor que Bolivia y Haití. Finalmente, el consumo calórico per cápita en el Perú ha descendido al funesto nivel de 2,246 calorías al día, más cercano a los valores observados en el África (2,097) que al promedio de la región (2,701) (Banco Mundial 1989).

A la luz de estos indicadores, y en base a la experiencia boliviana, no es improbable que el Perú pueda obtener los Términos de Toronto o alguna forma alternativa de reducción de la deuda. La reducción de deudas oficiales es aún un área relativamente inexplorada, y está abierta a soluciones innovadoras, que pueden incluir: i) la reducción directa de la deuda, combinando una disminución de la tasa de interés y una reducción

del principal, en términos distintos a los de Toronto; ii) la reducción de la tasa de interés, destinando parte de los pagos restantes de intereses a programas sociales o del medio ambiente dentro del Perú; y iii) la reducción de deuda como parte de un programa de sustitución de coca.

### 3.3.3. Nuevos préstamos de Instituciones multilaterales

Las instituciones multilaterales serán la fuente principal de fondos externos para el Perú en los próximos cinco años. Una vez que se salde los atrasos en el pago a estas instituciones, debe manejarse con cuidado las relaciones financieras con ellas en el mediano y largo plazos. Aquí, la reducción de la deuda no es una opción. Dadas las significativas necesidades financieras del Perú y su falta de fuentes alternativas de crédito, la meta debe ser lograr una transferencia neta positiva de recursos (o en el peor de los casos, una transferencia nula) de las instituciones multilaterales en los próximos años, luego de que se hayan cancelado los atrasos.

- a) El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial (BM)

Tradicionalmente, el BID y el BM han otorgado créditos a los gobiernos para proyectos específicos de inversión. En los ochenta, sin embargo, el BM empezó a reducir la importancia relativa del financiamiento a proyectos y aumentar la de préstamos diseñados para apoyar programas de ajuste macroeconómico, tanto global como sectorialmente. El BID también se ha estado moviendo en la misma dirección, aunque más lentamente, permaneciendo concentrado en el financiamiento de proyectos. Una práctica común del BID es la de cofinanciar los préstamos de ajuste conjuntamente con el BM. En un caso típico, el BM contribuye con dos tercios del préstamo y el BID con el tercio restante.

Claramente, la economía peruana necesita de un gran ajuste estructural que abarque al sector público, el comercio exterior y el sistema tributario. Existen buenas razones para creer que un programa sólido y coherente ganará el apoyo financiero del BM y del BID, apoyo que puede traducirse en préstamos de ajuste estructural (PAEs) o préstamos de ajuste sectorial (PASs). Ambos préstamos se hacen con desembolsos relativamente rápidos, que se entregan para financiar una parte de las importaciones del país. Los

préstamos de ajuste estructural típicamente se extienden por varios años, estando cada fase del programa condicionada al cumplimiento de los objetivos de la fase anterior.

Adicionalmente a los préstamos de apoyo al ajuste estructural, el gobierno peruano debe elaborar un programa de inversión a largo plazo para proyectos específicos que puedan ser financiados por el BM y el BID. Para captar fondos de este modo, es necesario que exista un flujo continuo de proyectos de inversión que cumplan con los estándares de las instituciones multilaterales. Aunque existan muchos proyectos potenciales de este tipo, es necesario dedicar tiempo y esfuerzo a su preparación, actuando lo más rápidamente posible, a fin de evitar grandes rezagos en la obtención del financiamiento para los proyectos. El BM brinda préstamos de asistencia técnica (PATs) para ayudar en la identificación y preparación de proyectos. En contraste a los créditos de ajuste estructural, estos préstamos intentan financiar los gastos del proyecto que están apoyando; sus desembolsos son comparativamente más lentos, pues dependen del estado de avance del proyecto.

Existen tres áreas primordiales para proyectos de inversión. En primer lugar está el sector social. Dado el deterioro de las condiciones sociales del país, ésta es en un área de elevada prioridad. No es difícil encontrar muchos proyectos sociales con altos beneficios en las áreas de salud, nutrición, vivienda y educación. Los esfuerzos gubernamentales podrían ser coordinados con iniciativas privadas. Actualmente existen proyectos aprobados del BM en los sectores de salud y educación que no están operando, y que podrían ser reactivados luego de saldar los atrasos. Estos proyectos tienen un presupuesto original de alrededor de US\$50 millones, de los cuales sólo el 20 ó 30% ha sido desembolsado.

Una segunda área es la inversión en infraestructura, la cual se ha deteriorado enormemente en los últimos años como consecuencia de los bajísimos niveles de inversión pública y de las acciones terroristas. El mal estado de la red caminera y la insuficiencia de la infraestructura energética son aspectos primordiales que requieren atención. Las restricciones de la energía eléctrica, por ejemplo, son severas y pueden convertirse en un obstáculo muy poderoso para la reactivación de la economía. Una tercera área es

la aplicación de un programa de sustitución de coca, el cual requerirá importantes volúmenes de fondos en asistencia técnica, crédito, subsidios a cultivos alternativos, etc.

El monto total de fondos que el Perú pueda obtener del BM y del BID dependerá de los recursos que estas instituciones ya tengan comprometidos en el país como proporción de su capital (*el exposure*), pero probablemente influirá más la coherencia del programa económico aplicado. Los recursos comprometidos por el BM en el Perú hacia fines de 1989 eran US\$1,300 millones, lo que representa el 1.3% de los préstamos totales de la institución. No existe un límite claramente definido para *el exposure* del BM en un país, pues éste depende de una serie de indicadores, como deuda/PBI, deuda/exportaciones, servicio de deuda/exportaciones, deuda con el BM/deuda total, etc. Si se eliminan los atrasos, *el exposure* bajaría a menos de 0.7%, lo que da un amplio margen para obtener recursos adicionales del BM. Durante el primer año de los programas, el BM puede desembolsar alrededor de US\$600 millones en préstamos de apoyo a las reformas estructurales, lo que serviría para cubrir el servicio de la deuda a esta institución y dejaría algo así como US\$450 millones disponibles para repagar el crédito-puente (ver la sección 3.2.). En los años siguientes se puede esperar una transferencia neta de recursos positiva de alrededor de US\$100 millones.

La situación con el BID es similar, aunque las magnitudes son distintas. Como en el caso del BM, no existen reglas rígidas sobre el porcentaje de recursos comprometidos en un país, que se basa más bien en diversos indicadores del riesgo de sus préstamos. Sin embargo, es probable que el elemento más importante en las decisiones de préstamo sea el programa económico aplicado. Los recursos comprometidos por el BID en el Perú eran aproximadamente US\$1,100 millones al final de 1989. Si se cancelan los atrasos se reducirá esta cifra a alrededor de US\$900 millones. Durante el primer año del programa, el BID puede desembolsar cerca de US\$380 millones, lo que cubriría el servicio de la deuda por ese año y dejaría alrededor de US\$250 millones disponibles para repagar el crédito-puente (ver la sección 3.2.).

Adicionalmente, existe una leve posibilidad de que el Perú pueda calificar para los préstamos blandos de la Agencia para el Desarrollo Interna-

cional del Banco Mundial (IDA), ayuda que presta a países muy pobres. El límite para calificar es un ingreso per cápita de US\$600 dólares o menos, cifra que excede el promedio peruano. Sin embargo, aquellos países que cuentan con un ingreso per cápita entre US\$600 y US\$900 pueden obtener financiamiento de agencias multilaterales a través de préstamos concesionales. Los costos de repago sobre los préstamos del IDA son de alrededor de 25% del valor del préstamo, dado que cobran una tasa de interés de 0.75%, y la maduración es de 15 a 20 años con 5 años de gracia.

Una ventaja adicional de la continua relación financiera con el BM es el papel que cumple esta institución como catalizador de la asistencia internacional en la forma de donaciones y préstamos blandos, a través del Grupo Consultivo de los gobiernos de los países industrializados. El BM preside el Grupo Consultivo para Perú, cuya tarea esencial es movilizar y ayudar a distribuir la ayuda externa de los países desarrollados.

#### b) El Fondo Monetario Internacional

El papel del FMI es distinto al del BM y el BID. Originalmente, el FMI financiaba los desequilibrios de corto plazo en la balanza de pagos, y los programas de austeridad para corregirlos. Con el tiempo, el FMI pasó a financiar programas de ajuste macroeconómico de plazo mayor, a través de las denominadas facilidades de ajuste estructural. Sin embargo, no existen programas para proyectos o sectores económicos específicos, área reservada para el BM y el BID.

Suponiendo que todos los atrasos en el pago al FMI sean previamente cancelados, el monto de la cuota peruana en el FMI determina-

ría la magnitud de los préstamos que podrían obtenerse de esta institución. Actualmente, la cuota peruana es de 331 millones de DEG, ó US\$ 435 millones. Normalmente, un país puede obtener cada año préstamos por un monto entre el 60 y el 100% de la cuota, dependiendo del programa económico aplicado<sup>26</sup>. Hay razones para creer que el Perú puede obtener fondos totales por hasta alrededor de 400% de la cuota, esto es, US\$1,700 millones. En enero de 1990, el Perú estaba utilizando casi el 180% de su cuota<sup>27</sup>. Este uso caerá a 40% cuando los atrasos sean cancelados; en ese momento, **habrá mucho campo para incrementar el uso de los fondos del FMI.**

Durante el primer año de programas, el Perú podría endeudarse hasta por el 110% de su cuota, (US\$480 millones). Esto puede provenir de dos fuentes: la adherencia a un amplio programa económico puede proporcionar el 90%, y los servicios de financiamiento compensatorios puede proporcionar un 20% adicional. Estos recursos permitirán pagar las obligaciones con el FMI en 1991, dejando disponibles cerca de US\$300 millones para pagar el crédito-puente (ver la sección 3.2.).

Para obtener estos recursos, el Perú tiene que suscribir un programa formal con el FMI. Dada la situación del país, se debe empezar con un *stand-by facility*, que normalmente cubre un periodo de 12 a 15 meses, el cual podría renovarse dependiendo del cumplimiento de las metas económicas acordadas (expansión del crédito interno, crédito al sector público, reservas internacionales, etc.). Una meta más ambiciosa, a ser solicitada luego de culminado el primer financiamiento, es la *Extended Fund Facility* por tres años, la cual puede proporcionar el 150% de la cuota durante ese periodo.

26. Para dar una idea, el estricto programa de ajuste aplicado en Venezuela le permitió a ese país alcanzar el 90% de su cuota al año.

27. Cabe destacar que sólo se toma en cuenta el principal (y no las obligaciones de intereses) para determinar el uso de la cuota del FMI.

ANEXO

## SIMULACION DE RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA

El presente anexo resume los resultados de un ejercicio de simulación de los flujos financieros internacionales asociados a la deuda externa. Este ejercicio se basa en el modelo de consistencia macroeconómica desarrollado para la elaboración de una propuesta de estrategia de crecimiento para el Perú<sup>1</sup>, en la cual se inserta la propuesta para el manejo de la deuda externa. Por ello, se han utilizado los mismos supuestos macroeconómicos. Así, los resultados de balanza de pagos aquí presentados también dependen de factores ajenos a la deuda externa. En lo que sigue se cuantifica la propuesta de reducción y refinanciación de la deuda externa peruana y se detallan los principales supuestos utilizados para los cálculos. También se simula el resultado de una renegociación "tradicional" de la deuda externa, demostrándose su inviabilidad.

Hay que advertir que los resultados cuantitativos más importantes que se desprenden de las simulaciones son los estimados de transferencias netas de recursos financieros que deben entenderse como el flujo de caja asociado a la deuda externa, sin incluir el flujo de recursos resultante de la inversión directa extranjera. También son muy importantes las proyecciones de nivel de endeudamiento en relación a la capacidad de pago del país, a través de los índices deuda/PBI y deuda/exportaciones, y de la balanza de servicios financieros, que dan una idea de la viabilidad económica en el mediano y largo plazo de cualquier esquema de renegociación de la deuda.

La simulación parte de un estimado de la situación de la deuda externa peruana a inicios de 1991 (ver Cuadro A-1). Las cifras proceden de distintas fuentes y existen ciertas discrepancias entre ellas, pero tales discrepancias no son significativas para los fines de estimar las necesidades de refinanciación y condonación de la deuda. En el presente documento se usa principalmente estimados hechos por el FMI, con algunos ajustes menores de verificación y actualización. En particular, debe notarse que las diferencias más

grandes entre las distintas fuentes (Banco Mundial, FMI, Banco Central de Reserva y Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Economía) aparecen en la descomposición de la deuda por tipo de acreedor y en la forma de registrar los atrasos en el servicio de la deuda. Sin embargo, un análisis cuidadoso demuestra que estas diferencias se deben esencialmente a criterios contables y formales, sin mayor impacto real sobre la simulación de los resultados de la renegociación. Es importante notar que los estimados de deuda presentados en este documento incluyen los intereses sobre los atrasos en los pagos de deuda. Así, la deuda aquí estimada marca el límite superior de la deuda externa peruana.

Luego de determinado el estado actual de la deuda externa, se debe proyectar los niveles futuros de las tasas de interés nominales y reales que se aplicarán a dicha deuda. Es necesario proyectar el servicio de la deuda en términos **nominales** y luego deflactarla según las proyecciones de inflación internacional. Por la naturaleza de los contratos de deuda, el "componente de inflación" de la tasa de interés nominal constituye una forma de "amortización" de parte del principal, es decir, el componente de inflación esperada en la tasa de interés nominal induce a pagos destinados a mantener el valor real del principal. En este sentido, una inflación esperada más elevada acorta el periodo efectivo de maduración de la deuda.

Para fines de la simulación, se ha supuesto que el íntegro de la deuda está pactada en dólares norteamericanos. Si bien esto no es cierto, evita la necesidad de proyectar el tipo de cambio real de las monedas duras en que está expresada la deuda. Dado que la mayor parte de la deuda está expresada en dólares, y dado que no se tiene información respecto a alteraciones significativas en los tipos de cambio reales de mediano y largo plazo, el supuesto es bastante aceptable. La inflación internacional relevante se proyecta en un nivel estable de 4% anual.

1 Dicha propuesta se halla resumida en Paredes y Sachs (1990) y está también en Hamann, Palomino y Paredes (1990)

En cuanto a las tasas de interés reales, el Cuadro A-1 también presenta los niveles supuestos para cada tipo de deuda. Estos niveles han sido establecidos de acuerdo a la experiencia histórica. Hay que notar que el supuesto de tasas de interés reales y el supuesto sobre el porcentaje de condonación de deuda obtenidos están directamente relacionados. Cualquier nivel de alivio requerido para resolver el problema de la deuda externa puede ser otorgado de dos maneras: reduciendo la tasa de interés o condonando parte del principal. En lo que sigue, se tomarán como dadas las tasas reales de interés, y el alivio proporcionado por los acreedores se expresará como un porcentaje de condonación de la deuda. Así, si la tasa de interés real es reducida como parte de la renegociación, esto se expresará en su equivalente de condonación directa de la deuda. En términos de transferencia neta financiera, el resultado es el mismo, aun cuando el mecanismo efectivamente utilizado en la negociación pueda variar dependiendo de aspectos institucionales de los acreedores.

Por último, para determinar los plazos de amortización y de gracia de la deuda, se asume plazos uniformes para cada tipo de acreedor, con algunas excepciones como los créditos-puente concedidos (ver Cuadro A-1). Debe notarse que los plazos asumidos (tanto los de gracia como los de amortización) son probablemente menores a los que se obtendrían en negociaciones exitosas: la experiencia de otros países indica que la renegociación de la deuda con la banca privada y con el Club de París podría resultar en plazos de gracia de siete o más años y plazos de amortización de veinte o más años. El motivo para asumir plazos menores es que extenderlos requeriría proyectar la balanza de pagos por dos décadas o más, y en cierta forma es engañoso hacer proyecciones sobre un futuro tan nebuloso. La simulación aquí presentada se basa en el objetivo de asegurar el equivalente de un servicio **normal** de la deuda después de un breve alivio inicial. De manera similar al caso de las tasas de interés supuestas, hay una relación directa entre los plazos de repago supuestos y el nivel de condonación necesario: una extensión de los plazos de amortización requeriría de una menor condonación de la deuda<sup>2</sup>. Lo importante es el flujo de caja resultante y su sostenibilidad en el tiempo.

Dados estos supuestos, toca ahora plantear la propuesta específica de condonación parcial y refinanciación de la deuda. Tal como se ha explicado, la propuesta consiste básicamente en:

- a) Cancelar los montos impagos con los organismos multilaterales, lo cual se lograría parcialmente con un crédito-puente que sería pagado en parte por desembolsos adicionales de los mismos organismos multilaterales, una pequeña parte por recursos propios del gobierno peruano y el resto por un crédito de mediano plazo de gobiernos amigos.
- b) Servir integralmente, de conformidad con los cronogramas originales, la deuda no vencida con organismos multilaterales.
- c) Refinanciar toda la deuda existente (tanto vencida como no vencida) con la banca privada, los gobiernos miembros del Club de París, los países de Europa del Este, y los proveedores. Este refinanciamiento se haría según los plazos indicados en el Cuadro A-1, con niveles de condonación distintos para la banca privada y para los demás acreedores. Si bien se asume que esta refinanciación se logra al mismo tiempo que aquella con los organismos multilaterales -lo cual es casi imposible-, es casi seguro que esta deuda no sea atendida mientras no se llegue a un acuerdo integral; luego, para fines de la simulación, una demora de seis meses o de un año más no tendrá un efecto significativo sobre los resultados. En la práctica, una mayor demora generará niveles moderadamente mayores de deuda por los intereses impagos acumulados, lo cual exigiría un nivel de condonación ligeramente mayor para alcanzar los mismos resultados. Es decir, mientras más demoren las negociaciones, más alta será la condonación necesaria, pero el efecto será pequeño.

El objetivo de la renegociación es lograr un flujo de transferencias financieras netas que permita un crecimiento económico sostenido, con equilibrio fiscal y redistribución del ingreso, es decir, las cifras de deuda deben concordar con lo proyectado en el modelo de consistencia macroeconómica desarrollado por Paredes y Sachs (1990) y Hamann y Palomino (1990). Para alcan-

2. Esto es cierto para cualquier tasa de interés, en tanto exista inflación internacional que disminuya el valor real del principal.

zar este objetivo, dados los supuestos anteriores y los lineamientos de renegociación de la deuda, se requiere un cierto nivel de condonación de deuda. Se propone un nivel de condonación efectiva de aproximadamente 90% para la banca privada y un nivel uniforme de 35% para todos los demás acreedores (ver Cuadro A-1). Estas cifras resultan de los montos requeridos de condonación y de un estimado de lo que resultaría factible (aunque no fácil) en el contexto de una renegociación real, tomando como referencia la experiencia de otros países deudores<sup>3</sup>.

Los porcentajes de condonación propuestos podrían ser más bajos, sin alterar los resultados, si en las negociaciones se decide no considerar plenamente los intereses imputados a los atrasos (como sucedió en el caso de Bolivia). La deuda estimada en esta simulación sí incluye estos intereses.

El Cuadro A-2 presenta las proyecciones de balanza de pagos y de ratios de endeudamiento si la deuda es renegociada de acuerdo con la presente propuesta. Tal como se menciona en Hamman, Palomino y Paredes (1990), las transferencias financieras netas al exterior no superan el 1% del PBI hasta 1995, y no superan el 1.8% del PBI entre 1995 y el año 2000. Además, la tendencia de las cifras es decreciente, por lo cual esta propuesta es claramente sostenible en el largo plazo. Esto se confirma si se observa la relación deuda/PBI y la de deuda/exportaciones, que disminuyen significativamente (y no sólo por la condonación inicial). Nótese además que las proyecciones de balanza en cuenta corriente requieren sólo de un moderado ahorro externo (destinado a financiar una fracción de los pagos por deuda), con tendencia decreciente, y que no se proyectan montos significativos de inversión directa extranjera. Si esta inversión fuera significativa -la inversión sólo por exploración petrolera podría llegar a algunos miles de millones de dólares en la próxima década- la situación de balanza de pagos sería más cómoda. Finalmente, si los plazos de gracia resultan mayores a los supuestos, efectivamente obtenidos, el proceso de reducción de la carga de la deuda podría ser

aun más gradual, disminuyendo el monto anual de transferencias netas al exterior (aunque se prolongaría el periodo de pago).

El modelo financiero de simulación también se ha usado para proyectar los flujos financieros que resultarían si la deuda se renegocia en términos convencionales, sin condonación alguna. Los plazos de pago y las tasas de interés supuestos en este caso son los indicados en el Cuadro A-1.

Para que el Perú pueda atender la deuda externa sin condonación y mantener el ritmo de inversión y crecimiento planteados como metas, es necesario obtener financiamiento adicional del exterior. Por lo tanto, hay que determinar el monto y las características de este financiamiento adicional para poder proyectar los resultados de balanza de pagos y deuda externa. Se ha supuesto que se obtiene suficiente financiamiento externo para que, cada año, el saldo neto de transferencias al exterior sea similar al caso con condonación. Este financiamiento adicional para servir la deuda a su vez generaría una mayor deuda y una mayor necesidad de financiamiento, proceso que converge hacia un elevado nivel de desembolsos adicionales y de deuda. Se asume que el nuevo financiamiento se obtiene a los plazos y tasas de interés promedio que el Perú obtendría del sistema financiero internacional.

Los resultados de la segunda simulación -sin condonación de deuda- se presentan en el Cuadro A-3, incluyendo los valores proyectados de los índices de transferencia netas, deuda total y servicio de deuda como porcentajes del PBI. También se indica el tremendo monto de los desembolsos adicionales necesarios para asegurar el crecimiento económico y el servicio de la deuda: casi 9% del PBI como desembolsos adicionales anuales, con una tendencia a crecer a medida que vencen los periodos de gracia<sup>4</sup>. Como resultado, se incrementaría en 30% el nivel de deuda real, y es más del 100% el nivel de deuda nominal. Este endeudamiento adicional llevaría a que la relación deuda/PBI se redujera muy gradualmente, manteniéndose por encima del 80%;

3. Por ejemplo, Bolivia ha obtenido una condonación efectiva de más de 90% sobre su deuda con la banca privada (si se incluyen los intereses sobre montos impagos, tal como se hace en este anexo), y de aproximadamente 35% con los gobiernos del Club de París.
4. Estos desembolsos son de dinero fresco. No incluyen los elevados "desembolsos" correspondientes a la refinanciación total de la deuda, incluyendo todos los pagos no vencidos de la deuda original.

por lo tanto, la situación de crisis se perpetuaría. Las cifras presentadas son claramente inviables, tanto porque sería imposible lograr el financiamiento adicional necesario para un país que está técnicamente quebrado (dado el actual volumen y estructura de su deuda), como porque la magnitud de la deuda se mantiene en niveles insostenibles, aun al cabo de una década de elevado crecimiento económico.

Estas cifras resumidas demuestran claramente que una renegociación tradicional, incluso en condiciones muy blandas (refinanciación **total** a plazos extendidos y tasas de interés moderadas) requiere de financiamientos imposibles de lograr y no permite resolver el problema de la deuda externa peruana.

CUADRO A-1  
SUPUESTOS PRINCIPALES SOBRE DEUDA EXTERNA

ACREEDOR	DEUDA 3/ INICIO 1991	INTERES NOMINAL	PLAZOS DE FINANCIACION 1/ AMORTIZACION	GRACIA	CONDONACION DE DEUDA
ORGANISMOS MULTILAT. GOBIERNOS Y AGENCIA PAISES	3622	8%	15	5	0%
DE EUROPA DEL ESTE	6169	7%	25	7	35%
PROVEEDORES 2/ BANCA COMERCIAL MLP	1381	6%	20	5	35%
CORTO PLAZO	1161	7%	15	5	35%
	6325	10%	25	10	90%
	1767	10%	1	0	0%

1/ Los plazos de amortización y de gracia de los nuevos préstamos del FMI serían de 8 años y 3 años, respectivamente.

2/ Sin garantías oficiales.

3/ Deuda antes de renegociación y condonación. En millones de US\$ de 1989.

CUADRO A-2  
BALANZA DE PAGOS PROYECTADA: ESCENARIO #1 (CON ALIVIO DE DEUDA)  
(En millones de US\$ de 1989)

	1990	1990 I	1990 II	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
BALANZA EN CTA CTE	800	466	333	440	645	709	634	646	-585	-505	409	-284	-144
BALANZA COMERCIAL	1118	566	551	499	330	309	434	437	491	562	641	743	850
EXPORTACIONES	3463	1650	1813	3830	4233	4615	5004	5292	5596	5921	6269	6652	7054
IMPORTACIONES	2345	1084	1262	3331	3903	4306	4570	4855	5105	5360	5628	5909	6205
BALANZA SERV. NO FIN.	-300	-150	-150	-350	-368	-386	-405	-385	-366	-347	-330	-314	-298
TRANSFERENCIAS	200	50	150	250	225	200	175	150	150	150	150	150	150
BALANZA SERV. FIN.	-218	0	-218	-839	-832	-832	-838	-848	-860	-869	-871	-864	-846
BALANZA DE CAPITAL	319	0	319	820	872	883	708	601	524	476	454	436	400
INV. EXTRANJERA	25	0	25	75	200	200	100	100	100	100	100	100	100
DEUDA MLP	141	25	116	448	455	495	442	350	277	226	200	178	139
DESEMBOLSOS	2025	25	2000	771	773	865	845	757	958	971	960	869	874
AMORTIZACIONES	1884	0	1884	323	317	369	404	407	682	745	760	691	735
CAP. CORTO PLAZO	153	-25	178	297	216	187	166	151	147	150	153	158	161
VARIACION EN RIN	363	-289	652	380	236	185	74	-45	-61	-29	44	152	256
MEMO													
NIVEL DE RIN	400	400	0	652	1033	1269	1454	1528	1483	1422	1393	1437	1589
TRANSF. NETAS AL EXT.	76	0	76	-93	-160	-149	-230	-347	-436	-493	-517	-528	-546
ALIVIO DE DEUDA	8679	0	8679	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA (US\$ DE 1989)													
DEUDA TOTAL	18859	18859	19640	11516	11789	11982	12177	12293	12303	12237	12128	12001	11863
DEUDA PUBLICA MYLP	15466	15466	16078	9397	9466	9539	9649	9702	9666	9560	9409	9240	9055
DEUDA PRIVADA	1774	1774	1863	188	181	174	167	161	155	149	143	137	132
DEUDA CORTO PLAZO	1618	1618	1699	1931	2143	2268	2361	2430	2482	2528	2575	2624	2675

**BALANZA DE PAGOS PROYECTADA: ESCENARIO #1**  
**(EN % DEL PBI)**

	1990	1990 I	1990 II	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
BALANZA EN CTA CTE	4.0	4.7	3.3	-2.1	-3.0	-3.1	-2.6	-2.6	-2.2	-1.8	-1.4	-0.9	-0.4
BALANZA COMERCIAL	5.6	5.7	5.5	2.4	1.5	1.3	1.8	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
EXPORTACIONES	17.3	16.5	18.1	18.4	19.4	20.1	20.8	20.9	21.1	21.2	21.4	21.6	21.9
IMPORTACIONES	11.7	10.8	12.6	16.0	17.9	18.8	19.0	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
BALANZA SERV. NO FIN.	-1.5	-1.5	-1.5	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-1.5	1.4	-1.2	-1.1	-1.0	-0.9
TRANSFERENCIAS	1.0	0.5	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
BALANZA SERV. FIN.	-1.1	0.0	-2.2	4.0	-3.8	-3.6	-3.5	-3.4	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8	-2.6
BALANZA DE CAPITAL	1.6	0.0	3.2	3.9	4.0	3.8	2.9	2.4	2.0	1.7	1.5	1.4	1.2
INV. EXTRANJERA	0.1	0.0	0.3	0.4	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
DEUDA	0.7	0.3	1.2	2.2	2.1	2.2	1.8	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
DESEMBOLSOS	10.1	0.3	20.0	3.7	3.5	3.8	3.5	3.0	3.6	3.5	3.3	2.8	2.7
AMORTIZACIONES	9.4	0.0	18.8	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	2.6	2.7	2.6	2.2	2.3
CAP. CORTO PLAZO	0.8	-0.3	1.8	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
VARIACION EN RIN	1.8	-2.9	6.5	1.8	1.1	0.8	0.3	-0.2	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.8
MEMO:													
NIVEL DE RIN	2.0	4.0	0.0	3.1	4.7	5.5	6.0	6.0	5.6	5.1	4.8	4.7	4.9
ALIVIO DE DEUDA	43.4	0.0	43.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

**RATIOS PRINCIPALES DE LA DEUDA EXTERNA (EN %):**

	1990	1990 I	1990 II	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DEUDA ENTRE PBI													
TOTAL	94.3	94.3	98.2	55.4	54.0	52.2	50.6	48.6	46.3	43.9	41.4	39.1	36.8
PUBLICA	77.3	77.3	80.4	45.2	43.3	41.6	40.1	38.4	36.4	34.3	32.1	30.1	28.1
PRIVADA Y CORT. PLAZ.	17.0	17.0	17.8	10.2	10.6	10.6	10.5	10.2	9.9	9.6	9.3	9.0	8.7
DEUDA ENTRE EXPORT.	544.6	571.5	541.7	300.7	278.5	259.6	243.4	232.3	219.9	206.7	193.5	180.4	168.2
SERVICIO ENTRE PBI	10.5	0.0	21.0	5.6	5.3	5.2	5.2	5.0	5.8	5.8	5.6	5.1	4.9
SERVICIO ENTRE EXPORT.	60.7	0.0	115.9	30.3	27.2	26.0	24.8	23.7	27.6	27.3	26.0	23.4	22.4
INTERESES ENTRE PBI	1.1	0.0	2.2	4.0	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
TRANSFERENCIAS POR DEUDA													
TRANSF. TOTAL	0.4	0.0	0.8	-0.4	-0.7	-0.7	-1.0	-1.4	-1.6	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7
SEC. PUB. NO FIN.	0.0	0.3	-0.2	-1.2	-1.1	-0.9	-1.1	-1.5	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
SEC. PRIV. Y CORTO PLZ.	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0

CUADRO A-3  
 ESCENARIO # 2 (SIN ALIVIO DE DEUDA)

INDICES DE TRANSFERENCIAS, SERVICIO, Y DEUDA

	1990	1990 I	1990 II	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DEUDA REAL													
MILLONES DE US\$ 1989	18,859	18,859	19,697	19,976	20,781	21,530	22,308	23,030	23,675	24,275	24,862	25,465	26,088
DEUDA NOMINAL													
MILLONES DE US\$	19,613	19,613	20,485	21,606	23,375	25,187	27,142	29,140	31,155	33,222	35,386	37,694	40,162
TRANSF/EXPORT.	2.2%	0.0%	4.2%	-2.4%	-3.7%	-3.2%	-4.6%	-6.4%	-7.6%	-8.1%	-8.0%	-7.7%	-7.4%
SERVICIO/EXPORT.	60.7%	0.0%	115.9%	53.6%	49.3%	47.4%	45.5%	44.2%	49.2%	49.9%	51.0%	48.9%	48.5%
DEUDA/EXPORT.	545%	571%	543%	522%	491%	467%	446%	435%	423%	410%	397%	383%	370%
TRANSF/PBI	0.4%	0.0%	0.8%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.9%	-1.3%	-1.6%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.6%
SERVICIO/PBI	10.5%	0.0%	21.0%	9.2%	8.8%	9.5%	9.4%	9.2%	10.4%	10.6%	10.9%	10.6%	10.6%
DEUDA/PBI	94.3%	94.3%	98.2%	95.5%	94.0%	93.9%	92.6%	91.1%	89.2%	87.1%	84.9%	82.9%	80.8%
DESEMBOLSOS/PBI	10.9%	0.0%	21.8%	9.4%	8.8%	8.9%	8.5%	7.9%	8.8%	8.9%	9.2%	8.9%	9.0%

## BIBLIOGRAFIA

- BANCO CENTRAL DE RESERVA  
1990 **Notas Semanales** (varios números), Lima.
- BANCO MUNDIAL  
1989 **World Development Report 1989**, Oxford University Press, Oxford y Cambridge.
- CEPAL  
1989 **Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe**. Santiago.
- FROOT, Ken y Paul KRUGMAN  
1990 **Market-Based Debt Reduction for Developing Countries: Principles and Prospects**, Banco Mundial (enero) (mimeo).
- KRUGMAN, Paul  
1988 **Market-Based Debt-Reduction Schemes**. NBER Working Paper 2587 (mayo).
- LARRAIN, Felipe y Andrés VELASCO  
1990 "Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons from the Chilean Experience" **Princeton Essays in International Finance**, Princeton University (en prensa).
- ORTIZ DE ZEVALLOS, Felipe  
1989 **The Peruvian Puzzle**. Twentieth Century Fund, Nueva York.
- PAREDES, Carlos  
1990 "The Behavior of the Public Sector in Peru, 1970-1985: A Macroeconomic Approach". En: Larraín, Felipe y Marcelo Selowski (Ed.) **The Public Sector and the Latin America Crisis**, International Center for Economic Growth, ICS Press, San Francisco (en prensa).
- PAREDES, Carlos y Jeffrey SACHS  
1990 **Estabilización y Crecimiento en el Perú: una propuesta independiente**. GRADE/ Fundación Ebert. Lima.
- SACHS, Jeffrey  
1988 "The Debt Overhang of Developing Countries". En: Findlay, Ronald (Ed.) **Debt, Stabilization and Development: Essays in the Honor of Carlos Díaz Alejandro**. Basil Blackwell, Oxford.
- 1988a "Comprehensive Debt Retirement: the Bolivian Case" **Brookings Papers on Economic Activity**, 1988:2.
- 1990 **Efficient Debt Reduction**, Harvard University (enero) (mimeo).