

**UNA ESTRATEGIA PARA LA NEGOCIACION
DE LA DEUDA EXTERNA PERUANA**

**Silvia Charpentier
Alvaro Quijandría**

1ª edición: Lima, mayo de 1995

Impreso en el Perú

© Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE

Av. del Ejército 1870, San Isidro, Lima

Edición: José Peláez Cáceres

Catalogación en la fuente: CENDOC-BIBLIOTECA-GRADE

Charpentier, Silvia; Quijandría, Alvaro

Una estrategia para la negociación de la deuda externa peruana. -- Lima: GRADE, 1995. -- (Documento de trabajo, 22).

<DEUDA EXTERNA> <GESTION DE LA DEUDA><PERU>

CONTENIDO

PRESENTACION	7
INTRODUCCION	9
1. ASPECTOS GENERALES DE LA DEUDA EXTERNA DEL PERU	10
1.1. Antecedentes	10
1.2. Los acreedores del Perú	11
1.3. Evolución reciente de las relaciones con los acreedores	12
2. IMPACTO DE LA DEUDA EN LAS CUENTAS EXTERNAS Y FISCALES	14
2.1. Metodología	14
2.2. Supuestos básicos	17
<i>Addendum: Posibles efectos de los eventos del primer trimestre de 1995</i>	25
3. HACIA UNA ESTRATEGIA INTEGRAL PARA LA NEGOCIACION	38
3.1. Visión y objetivos claros de mediano y largo plazo	38
3.2. Criterios para medir el logro de los objetivos	38
3.3. Opciones estratégicas	40
3.4. Líneas de acción	40
Organismos multilaterales	42
Deuda bilateral	42
Club de París	42
Europa Oriental y China Popular	44
América Latina	44
Banca comercial	45
Proveedores	45
4. NEGOCIACIONES CON LA BANCA COMERCIAL EN EL MARCO DE UN PLAN BRADY	45
4.1. Preparación	45
4.2. Negociación	49
4.3. Simulación de un Plan Brady para el Perú	49
5. CONSIDERACIONES FINALES	55
BIBLIOGRAFIA	59
ANEXOS	
Anexo 1: Financiamiento con canjes de deuda bilateral	62
Anexo 2: Perú: Operación de reducción de la deuda externa con la banca comercial	63

PRESENTACION

El tema de la deuda externa peruana ha sido una de las preocupaciones centrales de economistas, funcionarios gubernamentales y políticos desde hace más de una década. En la actualidad ha cobrado una renovada importancia, particularmente debido al reinicio de las negociaciones con la banca comercial en el marco de un Plan Brady. Silvia Charpentier y Alvaro Quijandría, consultores de GRADE, examinan en este trabajo los antecedentes y la situación actual de la deuda peruana, con el fin de sugerir lineamientos estratégicos para las negociaciones del gobierno peruano con los acreedores extranjeros. Además de hacer planteamientos sobre una estrategia integral para negociar la deuda externa peruana, los autores examinan en detalle las opciones que tiene el Perú en sus negociaciones con la banca privada. Para esto utilizan un modelo de simulación desarrollado por Charpentier que permite evaluar los resultados de acuerdos alternativos con la banca comercial.

Este trabajo, concluido en marzo de 1995, ha sido realizado con apoyo de la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI) y forma parte de las investigaciones del programa sobre gobernabilidad y desarrollo de GRADE. Sus resultados preliminares fueron presentados el 18 de enero de 1995 en un seminario realizado en GRADE con la participación de funcionarios públicos y especialistas en el tema.

Lima, mayo 1995

INTRODUCCION

El propósito del presente estudio es proponer elementos para el diseño de una estrategia integral de negociación de la deuda externa peruana. En momentos en que las negociaciones con la banca comercial internacional están por entrar a una etapa crucial, resulta imprescindible discutir y llegar a acuerdos básicos sobre los criterios que deben orientar tal negociación.

En principio, una correcta comprensión del problema de la deuda externa peruana requiere del conocimiento de sus antecedentes. Es necesario entender que aunque la crisis actual de la deuda se sitúa en el contexto del último ciclo de auge y caída en las corrientes de capital internacional que se han presentado desde el siglo pasado en América Latina, tiene características que la particularizan. Entre estas peculiaridades está, por ejemplo, la vieja data de las dificultades de pagos externos y las negociaciones con acreedores, que en Perú se iniciaron en 1968 mientras que en la mayoría de los países de América Latina comenzaron en 1981-82.

Otro aspecto fundamental a considerar es la restricción y posterior moratoria de pagos externos de 1985: como bien se sabe, ello generó una situación de aislamiento financiero, que sólo empezó a ser revertida en 1991 con el inicio del proceso de reinserción del Perú en el mercado financiero internacional. Dicho proceso de reinserción, sin embargo, está aún incompleto: todavía no se han regularizado las relaciones financieras con algunos acreedores importantes, entre los que se encuentran la banca comercial, los antes llamados países socialistas y los proveedores sin garantía.

Un concepto que debe orientar la discusión sobre la regularización de las relaciones con los mencionados acreedores es el hecho que el deudor de tales obligaciones es el Tesoro público. Ello implica que será imprescindible generar recursos fiscales adicionales para cubrir el servicio de la deuda que resulte de las reprogramaciones pendientes¹. Esos montos adicionales requeridos pueden obtenerse aumentan-

do los ingresos fiscales y manteniendo los gastos constantes, o reduciendo los gastos y manteniendo los ingresos constantes, o mediante una combinación de ambos. El incremento en los ingresos implica una transferencia adicional de fondos del sector privado al sector público por la vía de impuestos. La disminución en el gasto total implica menores gastos corrientes o menores gastos de inversión, lo que equivaldrá seguramente a una reducción de gastos e inversiones sociales, o en todo caso a una merma en la calidad y cantidad de la infraestructura y los servicios públicos. En cualquiera de los dos casos, existe un costo adicional para los peruanos. Por ello, la estrategia de negociación de la deuda externa debe otorgar una muy alta prioridad al objetivo de que este costo adicional sea el mínimo posible.

La estrategia que en este documento se propone está sustentada en la consideración de esos y otros criterios. La primera parte está dedicada a discutir en detalle los antecedentes del problema de la deuda externa peruana, la naturaleza de nuestros acreedores y la evolución reciente de las relaciones con ellos. El impacto de la deuda pública externa tanto en la balanza de pagos como en el presupuesto nacional en el mediano plazo se trata en la segunda parte del documento, cuantificándose las brechas financieras del Perú en el contexto de las restricciones establecidas por la necesidad de crecer y las prioridades fiscales, y por el comportamiento de las cuentas externas. A partir de allí, sobre la base del concepto de capacidad de pago como el monto de amortización e intereses de la deuda externa que permiten lograr una tasa de crecimiento moderada sin requerir financiamiento excepcional, se realizó un ejercicio que muestra que es posible establecer metas y determinar rangos de pagos, ambos elementos importantes en las negociaciones futuras del Perú. En la tercera parte, se utiliza la información disponible para ilustrar un posible diseño de estrategia de financiamiento y servicio de deuda externa para el Perú, de innegable utilidad como instrumento operativo de negociación. Las conclusiones se presentan en la cuarta parte del documento.

¹ Debe recordarse que el presupuesto nacional no incluye partidas para el servicio de la deuda de estos acreedores desde 1985.

1. ASPECTOS GENERALES DE LA DEUDA EXTERNA DEL PERU

1.1. Antecedentes

El problema de la deuda externa es un tema reiterado a lo largo de toda la historia económica republicana del Perú. La literatura sobre el tema es profusa; por ello, para efectos de nuestra discusión basta revisar lo sucedido en las últimas tres décadas.

En 1968 se refinanciaron -con nuevos créditos- los vencimientos de obligaciones contraídas con la banca estadounidense y canadiense, correspondientes al período julio de 1968-diciembre de 1969. Durante ese año se convocó en Londres a la primera reunión del Club de Acreedores Bilaterales del Perú, con el fin de refinanciar los montos adeudados a agencias europeas y japonesas aseguradoras de crédito a la exportación.

En 1969 se convocó nuevamente a los acreedores bancarios y bilaterales para discutir las dificultades que se avizoraban para poder servir la deuda que vencía entre 1970-72. Se logró un refinanciamiento parcial con los acreedores bancarios de Estados Unidos y Canadá, y en forma reducida se refinanciaron también los adeudos a acreedores bilaterales.

La tercera ronda de refinanciaciones de la deuda peruana se efectuó en 1977 y 1978. Se refinanció la deuda con la Unión Soviética, en su mayor parte de origen militar. Se aliviaron además las presiones inmediatas de balanza de pagos gracias a depósitos efectuados por algunos bancos centrales latinoamericanos, y se refinanciaron los vencimientos correspondientes a 1979 y 1980 con la banca internacional, mediante la obtención de nuevos créditos. Por último, el gobierno peruano se reunió con el Club de París para tratar el tema de la deuda con gobiernos y proveedores oficiales que vencía entre 1979 y 1980.

El Perú retornó a la mesa de negociación de deuda bancaria y oficial bilateral en 1983. A mediados de ese año el gobierno solicitó una

reprogramación de los vencimientos de la deuda con los acreedores miembros del Club de París. La banca privada internacional refinanció con nuevos créditos las amortizaciones que vencían entre febrero de 1983 y febrero de 1984. Las amortizaciones y pago de intereses que se debían hacer a la Unión Soviética entre 1983 y 1985 también fueron refinanciados utilizando el mecanismo de pagos en especie.

Sin embargo, a fines de 1983 se produjo un desvío importante de los resultados macroeconómicos respecto a las metas del programa negociado a principios de ese año, situación que continuó en 1984. Como consecuencia, por quinta vez en menos de veinte años, se tuvo que solicitar nuevamente a la banca internacional la provisión de dinero fresco para cubrir las brechas en el flujo de caja de 1984, y la refinanciación de las amortizaciones totales de ese año. Se llegó a un acuerdo con los bancos comerciales, que no se ejecutó debido a que no se pudo satisfacer la condición previa de cumplir con las metas del programa económico pactado con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Por otro lado, se concertó un nuevo acuerdo con el Club de París que cubría los vencimientos de principal e intereses hasta el 30 de julio de 1985, que tampoco se llegó a cumplir en su totalidad.

En 1985 el nuevo gobierno introdujo una práctica distinta en el tratamiento de la deuda externa, que consistió en la restricción unilateral de los pagos al exterior por un monto equivalente al 10 por ciento del valor de las exportaciones peruanas. La restricción se aplicó por igual a la deuda con la banca comercial, con gobiernos y agencias oficiales, con países socialistas, con proveedores, y con organismos financieros multilaterales. La disposición excluyó la deuda de los países latinoamericanos, el pago de la deuda en productos, la deuda de corto plazo y la deuda contratada a partir de julio de 1985.

Como resultado de esta medida las relaciones con todos los acreedores se deterioraron progresivamente, hasta llegar al cierre para el Perú del acceso a las fuentes de crédito externo. Además, el 15 de agosto de 1986 el Perú

fue declarado miembro inelegible para utilizar los recursos del FMI. Por último, a partir de 1990 los bancos comerciales, individualmente o en sindicatos, entablaron 57 demandas judiciales contra la República del Perú y contra algunas empresas públicas y financieras nacionales. La medida se adoptó para evitar que sus acreencias prescribieran después de seis años de no recibir pago o reconocimiento alguno de estos adeudos por parte del Perú.

1.2. Los acreedores del Perú

Los organismos multilaterales con los cuales el Perú tiene deudas son el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Andina de Fomento (CAF), la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA). Las obligaciones con el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) son también consideradas como multilaterales, a pesar de que en la balanza de pagos aparecen dentro de los pasivos de reserva.

En cuanto a la deuda bilateral, los acreedores pueden ser divididos en tres grupos:

- El Club de París reúne a los países industrializados, en su mayoría miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).² Los mayores acreedores del Perú en esta categoría son Estados Unidos y Francia, seguidos por Italia, España, Holanda, Japón, Alemania, Canadá, Suecia, el Reino Unido, Bélgica y Suiza, entre otros.
- El mayor acreedor del grupo de Europa del Este y China Popular es la ex Unión Soviética, con la cual se tienen obligaciones resultantes de la compra de material militar durante los años setenta. Otros acreedores importantes son Rumanía, Hungría, la ex Checoslovaquia, la ex Yugoslavia y China Popular.

- El grupo de acreedores latinoamericanos está conformado por Brasil y Argentina, que son los que concentran la mayor parte, y en menor medida México y Venezuela.

La deuda pública externa de mediano y largo plazo con la banca comercial internacional comprende adeudos a instituciones bancarias privadas. Aunque se cuenta con datos sobre la composición original de esta deuda, es difícil determinar el monto actual, debido a que por un lado los pagarés se han transado en los mercados secundarios y los registros se actualizan con cierto rezago; por otra parte, existen las denominadas "participaciones silenciosas" que permiten a individuos -y no sólo a bancos- convertirse en tenedores de estos pagarés tras la fachada de alguna institución financiera privada internacional. Algunos analistas piensan que una parte de esta deuda está en manos de bancos "operadores" o *brokers* que han comprado estos títulos a un precio relativamente bajo comparado con el beneficio que esperan obtener de una renegociación definitiva.³

La deuda de corto plazo contraída con la banca comercial se divide en dos partes: la deuda no atendida (*non-performing*) desde 1983, y la deuda atendida (*performing*). La diferencia entre ambas surgió con la aplicación de la Resolución Cambiaria 002-83-EF/90 de ese año, que estableció que los pagos de principal de la deuda de corto plazo que vencieron entre marzo de 1983 y marzo de 1984 debían ser depositados en el Banco Central de Reserva, con prohibición de ser remesados al exterior hasta que no se llegara a un acuerdo con la banca comercial. Se levantó la prohibición para los créditos de los bancos que entraron en la renegociación firmada en agosto de 1983; los demás quedaron sujetos a la disposición original.

El último tipo de acreedor son los proveedores, que son fabricantes o distribuidores externos de bienes y servicios que otorgaron facilidades de pago al sector público peruano para la compra de dichos bienes. Sobresalen en esta

² La composición de este foro varía con el tiempo y con las circunstancias particulares de cada deudor. El Perú, por ejemplo, tuvo a México y Brasil en su Club de París de 1983.

³ "Brokers poseen la mayoría de títulos de la deuda peruana" en *Gestión*, 7 de setiembre de 1993.

categoría Japan Perú Oil Company (JAPECO), Ferrostaal de Alemania y Marubeni de Japón.

1.3. Evolución reciente de las relaciones con los acreedores

Otra consecuencia de la moratoria unilateral parcial decretada en 1985 fue la acumulación de montos de principal e intereses vencidos y no pagados. Como consecuencia, la deuda pública externa total al 31 de julio de 1990 era de US\$19,384.7 millones, de los cuales el 68 por ciento (US\$13,180 millones) eran atrasos.⁴ En 1991, a los pocos meses de asumir el poder, el gobierno entrante inició la regularización de las relaciones financieras con acreedores externos. El proceso se describe a continuación.

Organismos multilaterales

La cancelación de los atrasos con las instituciones financieras internacionales comenzó con la gestión ante países donantes potenciales (Grupo de Apoyo) de fondos para financiar algunos de los pagos vencidos. Tal gestión llevó a la formalización de compromisos por US\$1,005 millones en setiembre de 1991.

Pocos días después, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó el programa económico del Perú, que le permitiría incorporarse al Programa de Acumulación de Derechos (PAD).⁵ A su vez, el Directorio del Banco Mundial aprobó un programa similar al PAD para el Perú en 1992, bajo el cual se acumularon desembolsos de tres préstamos que eventualmente permitirían cancelar los atrasos adeudados.

En cuanto a las obligaciones atrasadas con el BID, el Perú pagó US\$434 millones en setiembre de 1991 con financiamiento de corto plazo del Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) y fondos propios del BCR y del Tesoro

público. Una vez pagados los atrasos, el BID desembolsó al Perú el primer tramo de un préstamo sectorial de comercio, con lo cual se pudieron repagar los fondos prestados por el FLAR.

En marzo de 1993 el Perú había acumulado suficientes Derechos Especiales de Giro (DEG) para pagar su deuda no atendida con el FMI (DEG620.9 millones, equivalentes a US\$851 millones). Los atrasos se cancelaron con préstamos puente del Export Import Bank de Japón y del Tesoro de los Estados Unidos, los cuales fueron a su vez pagados inmediatamente con la suma que el FMI giró luego de la cancelación de los atrasos. Las mismas fuentes de recursos financiaron también la eliminación de atrasos con el Banco Mundial por US\$867 millones.

Actualmente, el Perú está pagando con puntualidad su deuda con los acreedores multilaterales.

Deuda bilateral

Club de París. A mediados de setiembre de 1991 el Perú se reunió con sus acreedores bilaterales del Club de París para buscar una reprogramación de las obligaciones atrasadas y de los vencimientos del cuarto trimestre de 1991 y 1992. Cumplidos los términos de este acuerdo, en mayo de 1993 el Perú solicitó nuevamente una reunión para reestructurar los vencimientos de principal e intereses correspondientes al período 1993-1995. Los acuerdos bilaterales que formalizan los términos pactados con el Club de París en 1993 fueron concluidos en 1994, y el país está pagando la deuda según estos convenios.

De acuerdo con lo programado, el Perú deberá reunirse nuevamente con sus acreedores del Club de París cuando se haya suscrito un nuevo acuerdo con el FMI. Es posible que ello ocurra durante 1996.

4 Fuente: BCRP, 1994.

5 El PAD permite a países con pagos atrasados al FMI acumular derechos de giro conforme al cumplimiento de metas trimestrales establecidas en el programa económico. Una vez acumulados los derechos de giro equivalentes al monto de atrasos, éstos se cancelan con dinero en efectivo (generalmente con préstamos puente que se pagan inmediatamente). Al eliminarse los atrasos, el Fondo puede girar las sumas acumuladas y el deudor puede reanudar sus relaciones normales con la institución.

Europa del Este y China Popular. Durante la década de 1980 se firmaron diversos convenios con estos acreedores para el pago de deuda con productos, reconociéndose el 100 por ciento del valor facial de dicha deuda. La utilización de este mecanismo fue suspendida en 1990, y no se han reanudado los pagos desde entonces.

América Latina. El Convenio de Crédito Recíproco (CCR) de ALADI es el mecanismo utilizado para atender normalmente el pago de la deuda bilateral contraída con acreedores latinoamericanos. Mediante dicho mecanismo, se realizan débitos y créditos automáticos entre los bancos centrales de los países deudores y acreedores. Muchos de los créditos recientes otorgados al Perú por naciones latinoamericanas tienen como condición el que los pagos se tramiten a través del CCR.

El servicio de la deuda con estos acreedores está al día.

Banca comercial

Como parte del proceso de normalización de sus relaciones financieras con el exterior, y ante los 57 juicios entablados contra el Perú, el gobierno reanudó las conversaciones con la banca internacional en 1990. El objetivo inicial fue evitar que las acciones legales siguieran su curso: a fines de 1990 se consiguió una suspensión temporal de los juicios a cambio de la promesa peruana de iniciar reuniones de negociación en marzo de 1991. Esta fecha coincidió con el inicio del proceso de reinserción, lo cual facilitó la firma de un *Tolling Agreement*, acuerdo de suspensión del período de prescripción de las obligaciones de Perú con la banca comercial, en noviembre de 1992. La vigencia de este acuerdo ha sido extendida cinco veces, por última vez en agosto de 1994. No obstante, las acciones legales en contra del Perú se sostuvieron hasta diciembre de 1994, por problemas con el Chemical Bank y el American Express Bank que son descritos más adelante. Hoy en día, aún quedan dos demandas pendientes contra el Perú.

Entre 1993 y 1994 el gobierno sostuvo una reunión formal y varias reuniones informales con el Comité Asesor de Bancos (CAB), el grupo de diez bancos con las mayores acreencias del Perú (este comité representa al universo de bancos comerciales acreedores del Perú, que suman aproximadamente 200 instituciones). El CAB está presidido por Citibank y está compuesto por el Bank of America, Bankers Trust, Chase Manhattan Bank, Chemical Bank, Manufacturers Hanover Trust, Bank of Nova Scotia, Bank of Tokyo, Credit Lyonnais, Dresdner Bank y Midland Bank.

Tres hechos son destacables en el último semestre de 1993. En setiembre el Estado peruano decidió asumir las deudas externas de las empresas públicas incluidas en el proceso de privatización (DSE 118-PCM/93). Las empresas beneficiadas en primera instancia fueron PetroPerú, Mineroperú, ElectroPerú, CentromínPerú y Tintaya; otras empresas se acogerán a este beneficio a medida que avance el proceso de privatización. En tanto las obligaciones externas de cada empresa se evalúan por separado, es difícil determinar el aumento de la deuda del gobierno central por este concepto. Luego, en octubre de 1993 el gobierno contrató a la firma de abogados neoyorquina Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton para representar al Perú en las negociaciones con la banca comercial. Finalmente, en noviembre el Congreso aprobó la Ley 26250 que autoriza la utilización de los títulos de la deuda externa del Perú con proveedores, la banca comercial o el Club de París como parte del pago en la adquisición de empresas en proceso de privatización. Hasta fines de 1994 se habían realizado dos privatizaciones bajo esta modalidad de pago: la Empresa Minera Tintaya (US\$55 millones en deuda de proveedores) y la Refinería de Zinc de Cajamarquilla (US\$40 millones en deuda de proveedores).

Mención aparte merece el problema con el Chemical Bank y el American Express Bank, caso que obstaculizó las relaciones con la banca comercial y que tardó casi diez años en resolverse. Como se sabe, dichos bancos financiaron la operación de compra de los barcos de carga "Mantaro" y "Pachitea" por parte

de la Compañía Peruana de Vapores (CPV), operación que no contó con garantía del Estado. Según algunos, la compra de estas naves fue fraudulenta.⁶ Inicialmente, las obligaciones correspondientes a esta operación fueron asumidas por el Estado e incluidas en la renegociación de la deuda de 1983. Sin embargo, en 1985 el gobierno retiró unilateralmente esta deuda de la renegociación mencionada. Desde que se reanudaron las conversaciones con la banca comercial en 1991, los bancos acreedores insistieron en que estas obligaciones deberían reconocerse; el gobierno nombró una comisión legislativa para estudiar el caso. Mientras el tema estuvo en estudio, las discusiones informales con el CAB -del cual forma parte el Chemical Bank- fueron estériles: no se cerraron los juicios ni se avanzó en propuestas. Finalmente, en setiembre de 1994 la comisión dictaminó a favor y el Congreso aprobó por mayoría la ley que reconoce estas deudas.

Proveedores

Los vencimientos entre octubre de 1991 y diciembre de 1993 de la deuda con JAPECO, el proveedor más importante, fueron reestructurados en marzo de 1993 a un plazo de treinta años con catorce de gracia, y a una tasa de interés de 6.5 por ciento anual en yenes. Parte de las deudas con Marubeni, otro importante proveedor japonés, han sido recompradas dentro del programa de canje de deuda por privatización (Cajamarquilla).

Resumen

La situación de la deuda externa al 31 de julio de 1990 y al 31 de diciembre de 1993 se resume en los cuadros A y B presentados a continuación. La deuda externa de Perú, estimada en US\$ 21,863 millones al 31 de diciem-

bre de 1993, es equivalente a 54 por ciento del Producto Bruto Interno (PBI) nominal y 6.3 veces el valor de las exportaciones anuales totales de 1993.⁷

El mayor componente de los adeudos lo representa la deuda bilateral, US\$10,726 millones ó 49.1 por ciento del total: US\$8,815 millones corresponden a deuda con los países miembros del Club de París (40.3 por ciento del total) y US\$1,911 millones a deuda con otros acreedores bilaterales. Las obligaciones con la banca comercial representan el 30.1 por ciento de la deuda externa total (US\$6,582 millones), y la deuda con las instituciones multilaterales el 12.5 por ciento del total (US\$2,741 millones). Los adeudos a proveedores son de US\$1,813 millones, equivalentes a 8.3 por ciento del total. Cerca del 52 por ciento de la deuda pública externa peruana devenga intereses con tasa variable en dólares norteamericanos; se calcula así que cada aumento de un punto porcentual en las tasas Prime o LIBOR incrementaría el servicio de la deuda en alrededor de US\$90 millones por año.

2. IMPACTO DE LA DEUDA EN LAS CUENTAS EXTERNAS Y FISCALES⁸

2.1. Metodología

Las proyecciones para medir el impacto del problema de la deuda externa sobre los rubros que componen la balanza de pagos y las operaciones del sector público, fueron hechas tomando inicialmente como base los estimados realizados por el BCR (1994) y el FMI (1994). Debe notarse que dichos estimados datan de inicios de 1994, razón por la cual no incorporan sino parcialmente algunos factores cruciales en la determinación de la capacidad de pago del

6 Véase, por ejemplo, Dammert, Miguel, "Bancos comprometidos en el fraude del Mantaro y Pachitea" en *La República*, 7 de diciembre de 1993.

7 Todos los saldos incluyen intereses atrasados e intereses moratorios.

8 Los autores agradecen los comentarios de Eduardo Campos, Alberto Pascó-Font y Javier Escobal, así como la ayuda de Manuel Carrillo y Paula Hernández. Las opiniones vertidas en este documento son, sin embargo, de responsabilidad exclusiva de los autores.

Cuadro A
PERU: SALDO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO a/
(en millones de US\$; al 31 de julio de 1990)

	Saldo	Principal atrasado	Intereses atrasados	Intereses de mora	Total
Multilateral	2,175.40	759.27	537.39	0.00	2,712.79
BID	987.44	273.92	155.67	0.00	1,143.11
BIRF	1,105.13	485.34	381.73	0.00	1,486.86
CAF	57.87	0.00	0.00	0.00	57.87
OPEP	1.52	0.00	0.00	0.00	1.52
FIDA	23.44	0.00	0.00	0.00	23.44
Bilateral	6,904.67	2,908.33	1,657.68	1,205.37	9,767.71
Club de París	5,028.82	2,845.77	1,565.76	1,200.00	7,794.58
América Latina	701.88	22.46	9.98	5.37	717.23
Argentina	276.78	17.45	9.53	2.51	288.82
Brasil	382.61	0.00	0.00	0.00	382.61
México	33.39	0.00	0.00	0.00	33.39
Venezuela	9.10	5.01	0.45	2.86	12.41
Europa del Este	1,173.97	40.10	81.94	0.00	1,255.91
Banca comercial	3,121.19	2,726.94	908.93	1,250.41	5,280.53
Proveedores	1,115.12	615.14	172.20	336.32	1,623.64
TOTAL	13,316.38	7,009.68	3,276.20	2,792.10	19,384.67

a/ Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Cuadro B
PERU: SALDO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO a/
(en millones de US\$; al 31 de diciembre de 1993)

	Saldo	Principal atrasado	Intereses atrasados	Intereses de mora	Capitalización de interés	Total
Multilateral	2,741.51	0.00	0.00	0.00	0.00	2,741.51
BID	1,160.14	0.00	0.00	0.00	0.00	1,160.14
BIRF	1,366.20	0.00	0.00	0.00	0.00	1,366.20
CAF	182.94	0.00	0.00	0.00	0.00	182.94
OPEP	2.26	0.00	0.00	0.00	0.00	2.26
FIDA	29.98	0.00	0.00	0.00	0.00	29.98
Bilateral	10,094.69	532.92	190.47	10.99	430.00	10,726.15
Club de París	8,385.51	0.00	0.00	0.00	430.00	8,815.51
América Latina	552.26	29.39	10.61	10.99	0.00	573.86
Argentina	128.10	24.38	10.16	6.60	0.00	144.85
Brasil	402.37	0.00	0.00	0.00	0.00	402.37
México	14.79	0.00	0.00	0.00	0.00	14.79
Venezuela	7.01	5.01	0.45	4.40	0.00	11.86
Europa del Este	1,156.92	503.53	179.86	0.00	0.00	1,336.78
Banca comercial	3,136.90	3,064.52	974.36	2,471.57	0.00	6,582.83
Proveedores	1,483.28	366.60	135.48	194.51	0.00	1,813.27
TOTAL	17,456.38	3,964.04	1,300.31	2,677.08	430.00	21,863.76

a/ Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

país. Entre dichos factores están el incremento en el *stock* de reservas internacionales resultante del inesperadamente alto nivel de ingresos por privatización; la tasa de crecimiento de la economía, de alrededor de 12.7 por ciento en 1994 (que al inicio del año se proyectó estaría alrededor de 6 por ciento); y la magnitud de los flujos de inversión extranjera en proyectos mineros, que como se explica más adelante, podría tener un impacto importante en el resultado de la balanza comercial.

El enfoque general adoptado para la construcción de las proyecciones de balanza de pagos y cuentas fiscales considera exógenas las proyecciones de crecimiento del Producto Bruto Interno (PBI). A partir de estas proyecciones se plantea la evolución probable de la balanza de pagos y las cuentas fiscales para el período 1995-2000.

Balanza de pagos

Por el lado de la balanza de pagos, son exógenos los volúmenes y precios de las exportaciones. Las proyecciones de importaciones, en cambio, están ligadas endógenamente a la evolución del PBI. Los pagos por amortización e intereses de la deuda externa son también considerados inicialmente exógenos, en tanto provienen directamente de una proyección pasiva elaborada por el Banco Central de Reserva en febrero de 1994. Las transferencias y flujos de capitales de corto plazo son también considerados exógenos, en tanto dependen fundamentalmente del clima político y de la estabilidad macroeconómica del país.

Cuentas fiscales

En el caso de las cuentas fiscales, las cuentas de ingresos consideradas endógenas son aquellas que dependen del crecimiento de la economía (como la recaudación por impuestos a la renta, a las ventas y a las importaciones),

que a su vez es considerado exógeno. Las cuentas de gasto del gobierno son exógenas, en tanto dependen de ciertas metas cuantificables para cada rubro de gasto.

Escenarios

Se diseñaron dos escenarios para las proyecciones de las cuentas externas y de las cuentas fiscales. El escenario base considera una serie de supuestos para las cuentas externas; a partir de la modificación de algunos supuestos críticos sobre las variables endógenas del escenario base, se elaboró un escenario conservador, que permite establecer un "piso" a las proyecciones.

Las proyecciones fiscales son consistentes con las proyecciones de balanza de pagos, en el sentido que los egresos fiscales por concepto de amortización e intereses de deuda externa corresponden exactamente a lo considerado en las proyecciones de balanza de pagos.

Limitaciones

La metodología utilizada para proyectar la balanza de pagos y las cuentas fiscales tiene varias limitaciones. En primer lugar, la restringida información disponible impidió utilizar un modelo computacional de equilibrio general. En su lugar se utilizó un modelo de equilibrio parcial con elasticidades fijas, que no incorpora los efectos de los ajustes en el tipo de cambio, la tasa de interés y la elasticidad de las importaciones que se generan ante modificaciones actuales y esperadas en las cuentas externas y fiscales.

En segundo lugar, las distorsiones en el cálculo del PBI oficial nominal generaron problemas para determinar el equivalente en dólares de rubros en las cuentas fiscales que se proyectaron como porcentaje del PBI (todas, excepto intereses y amortización de la deuda externa).⁹ Fue necesario utilizar una serie de PBI

⁹ Véase Escobar, Javier y Marco Castillo "Sesgos en la medición de la inflación en contextos inflacionarios: el caso peruano". Documento de Trabajo de GRADE No. 21. Lima, octubre de 1994.

nominal en dólares de los Estados Unidos ajustada según la metodología que se detalla más adelante.

En tercer lugar, las proyecciones fueron realizadas antes de conocerse tres eventos que podrían haber tenido un efecto importante sobre algunas series, proyectadas en forma exógena en el modelo: la crisis generada por la devaluación en México y sus efectos sobre los mercados internacionales de capital, los sucesivos incrementos en las tasas de interés internacionales entre noviembre de 1994 y febrero de 1995, y las consecuencias económicas de los problemas fronterizos con el Ecuador.¹⁰

Por último, si bien se considera para efectos del trabajo al año 1994 como parte de la serie de datos históricos, es necesario tener presente que la información definitiva de cierre para 1994 no estaba aún disponible para todas las series.

2.2. Supuestos básicos

Escenario Base

Proyecciones del sector real. Las proyecciones de crecimiento del PBI que sirven de base para las proyecciones de balanza de pagos y cuentas fiscales se sustentan en un análisis sectorial desarrollado por Apoyo S.A. en setiembre de 1994. La composición porcentual del PBI es el resultado de las proyecciones sectoriales, que a su vez determinan la tasa de crecimiento proyectada para cada sector. El cuadro 1 presenta las tasas de crecimiento sectorial históricas para los años 1990-1993 y las proyectadas para los años 1994-2000. En el mismo cuadro se presentan las participaciones sectoriales en el producto global para cada año.¹¹

Las proyecciones de crecimiento son consistentes con una disminución de la inflación a niveles de 12.6 por ciento en 1995, 11.5 por ciento en 1996, 10.4 por ciento en 1997 y tasas menores a 10 por ciento de 1998 en adelante.

En tanto la cifra oficial del PBI nominal en soles está sobreestimada por efectos de la distorsión introducida por la hiperinflación en la medición oficial del índice de precios, se ha considerado un PBI nominal en dólares ajustado, que supone implícitamente el cumplimiento de la Teoría de la Paridad del Poder de Compra en el largo plazo. Así, para llegar a la serie del PBI ajustado se tomó como base el PBI nominal en dólares del año 1985 (US\$ 21,740 millones) y se aplicaron las tasas de crecimiento real históricas y proyectadas.

Toca ahora detallar el sustento general de las proyecciones sectoriales de crecimiento. En el caso de la agricultura y la ganadería, en 1993 y 1994 se observó una recuperación importante con respecto a los reducidos niveles de actividad de 1990 y 1992. La recuperación se debió en gran medida a mejores condiciones climáticas, a un mayor nivel de financiamiento privado para la actividad agrícola y a mejores precios para algunos productos (especialmente café). Para 1995 y 1996, el nivel de crecimiento del sector dependerá fundamentalmente del avance en las reformas estructurales aún incipientes y en muchos casos contradictorias con los objetivos centrales de política económica que se han venido persiguiendo en los últimos años.

En el caso del sector pesquero, 1993 y 1994 fueron años de crecimiento muy rápido (23.5 por ciento y 32.7 por ciento anual, respectivamente), gracias a condiciones excepcionales en el mar peruano que llevaron a niveles de desembarque cercanos a los alcanzados a inicios

10 En un *addendum* al presente trabajo se presenta una breve evaluación de los posibles efectos de dichos factores sobre las proyecciones realizadas.

11 En el caso del sector pesquería, la estadística comprende sólo la captura de recursos hidrobiológicos. La transformación en harina o aceite de pescado se incluye en el rubro manufactura. En el caso de minería, el rubro considera sólo la extracción de mineral, mientras que la actividad de refinación se considera dentro del rubro manufactura. El PBI sectorial de electricidad incluye también la provisión de agua potable.

de los años setenta. Sin embargo, las condiciones del mar siguen un ciclo en el que aproximadamente cada cuatro años se presenta un fenómeno de calentamiento de las aguas (Fenómeno del Niño).¹² Por lo tanto, cabe esperar una caída en la disponibilidad de recursos hidrobiológicos que se haría sentir entre 1995 y 1996. La evolución del sector en los años siguientes estaría marcada por el incremento de la inversión privada en plantas de tratamiento de harinas especiales y en flotas acondicionadas para la captura de pescado destinado a dichas harinas y a consumo humano directo; asimismo, se espera que el precio de la harina de pescado mantenga la tendencia al alza.

Por su parte, la actividad minera se ha visto revitalizada en los últimos dos años gracias al nuevo marco legal que ha facilitado la inversión privada nacional y extranjera, a la privatización de empresas estatales en el sector, al incremento en la inversión extranjera y al aumento en los precios internacionales de los minerales. Es probable que los montos de inversión en los principales proyectos ya conocidos superen los US\$5,000 millones para el período 1994-2000. En cambio, el crecimiento del sector petrolero probablemente no será comparable al de la minería debido por un lado a que las proyecciones de incrementos de precios son moderadas en la actividad de exploración, y por otro, a la lentitud de la negociación de contratos de nueva inversión.

El sector manufacturero ha sido de los que lideraron el auge de los dos últimos años: creció en 7.6 por ciento en 1993 y se espera un crecimiento de más de 13 por ciento en 1994. La tasa de crecimiento se mantendría alrededor de 10 por ciento en 1995 y caería hacia 1996, en tanto en ese momento se alcanzaría el uso pleno de la capacidad instalada y los niveles récord de producción de 1987 y 1988. Los rubros más dinámicos serán las industrias relacionadas con construcción, productos alimenticios y bebidas, que dependen de la capa-

dad adquisitiva de la población; línea blanca de electrodomésticos, que depende de la disponibilidad de crédito de consumo; y textiles, que se están recuperando de la caída que tuvieron entre 1987 y 1990. Por el lado de la industria exportadora, el ramo de harina de pescado será el más dinámico. Las actividades manufactureras que probablemente caerán serán las industrias del papel, imprenta y publicaciones, químicos diversos y química básica, fundamentalmente por la mayor competencia extranjera introducida por la reforma comercial.

El sector construcción experimentó un crecimiento cercano al 40 por ciento en 1993 y 1994. En 1995 y 1996 crecerá probablemente a menor velocidad (alrededor de 6 por ciento), en tanto la base para el cálculo estadístico del crecimiento será mayor. Tanto la inversión pública como la privada impulsarán la actividad en los próximos dos años. La autoconstrucción, que representa alrededor de 30 por ciento de la demanda de cemento, y la construcción de infraestructura turística y de viviendas privadas probablemente serán los factores que mantendrán el ritmo de crecimiento proyectado. La inversión pública en el ramo pasará del equivalente a 3 por ciento del PBI a más de 5 por ciento del PBI entre 1995 y el año 2000, básicamente por el mayor gasto en construcción de carreteras, escuelas, hospitales y prisiones. Uno de los cuellos de botella del sector puede ser la limitada capacidad instalada de las empresas productoras de cemento.

La tasa de crecimiento del sector comercio, que para 1994 debe haber sido superior a 15 por ciento, responde a la recuperación de los niveles de ingreso de la población y a la disponibilidad de crédito para consumo. Esta tendencia creciente debería acentuarse en la medida en que continúe el descenso tendencial del tipo de cambio real en el mediano plazo y la reducción progresiva de los costos financieros, especialmente de los créditos para consumo. El ingreso de bancos del exterior especializados en

12 El Fenómeno del Niño se presenta cada tres o cuatro años y consiste en una corriente de agua tibia, conocida como la ola Kelvin, que se forma en el Océano Pacífico cuando los vientos que soplan hacia el oeste se debilitan. Esta ola se traslada hacia el Este a los largo de las costas, hacia el Ecuador, generando trastornos climáticos en los países sudamericanos con costas sobre el Océano Pacífico.

créditos para consumo impulsaría notablemente esta última tendencia.

Los servicios turísticos deberían mostrar dinamismo en el quinquenio 1995-2000, tanto por el crecimiento del turismo receptivo convencional, no convencional y de negocios, como por el mayor turismo interno que generará la recuperación de la capacidad adquisitiva de la población. El número de turistas recibidos en 1994 fue de alrededor de 330 mil, lo que representa un incremento considerable con respecto a los niveles observados en 1992 y 1993 (216 mil y 271 mil, respectivamente). De 1994 en adelante el incremento en la recepción de turistas requerirá de nuevas inversiones en capacidad hotelera y de servicios de apoyo. El nivel de plena capacidad se calcula en aproximadamente 450 mil personas recibidas al año.

Proyecciones de Balanza de Pagos. Las proyecciones de balanza de pagos del escenario base para el período 1995-2000 se presentan en el cuadro 5 y se sustentan en las proyecciones de importaciones y exportaciones mostradas en los cuadros 2, 3 y 4, así como en otros supuestos realizados que se explican en detalle más adelante.

Balanza en cuenta corriente

a) Balanza comercial

Exportaciones tradicionales

Alrededor del 70 por ciento de las exportaciones del Perú son exportaciones tradicionales (mineras, petróleo, agrícolas y pesca) y 30 por ciento son exportaciones no tradicionales. Las proyecciones realizadas consideran una desagregación bastante detallada para las exportaciones mineras (que representan más del 40 por ciento del total de las exportaciones), y se han hecho tanto en volumen como en precio. Los restantes rubros de exportación se proyectaron directamente en valor, considerando tendencias consistentes con las proyecciones sectoriales de PBI y otros factores.

El volumen de exportaciones mineras por tipo de mineral resulta de considerar la lista de proyectos de ampliación y nuevas inversiones más importantes que se encuentran programados en el sector para los años 1995-2000. Considerando únicamente los proyectos plenamente identificados, las inversiones de extracción minera alcanzarían un nivel cercano a los US\$5,000 millones para el período. La mayor parte de estas inversiones se centrará en proyectos de cobre y oro.

Entre los nuevos proyectos destacan, en el caso del cobre, los proyectos de Quellaveco (Mantos Blancos), Cerro Verde (Cyprus Minerals) y La Granja (Cambior). Con respecto a los niveles actuales de producción, Quellaveco implicará un incremento de 100,000 TM, Cerro Verde 100,000 TM y La Granja 120,000 TM. Estas 320,000 TM de incremento equivalen a un crecimiento de 88 por ciento con respecto a los niveles actuales.

En el caso del oro, destacan Yanacocha y Maqui Maqui (Newmont Mining y Buenaventura), y San Antonio de Poto (Vegsa y Andes Corporation). Maqui Maqui y San Antonio de Poto podrían significar incrementos en el volumen actual de producción de oro de 130,000 oz. y 80,000 oz. respectivamente, que se sumarían a las 220,000 oz. que produce anualmente Yanacocha.

El cuadro 3 presenta la evolución proyectada del nivel de extracción de cada mineral, considerando los horizontes de los principales proyectos mineros. Según ésta, la producción de cobre, hierro y estaño podría más que duplicarse entre 1993 y el año 2001. En tanto el desarrollo de los proyectos considerados tomaría al menos hasta 1997 para alcanzar los niveles de extracción proyectados, la mayor parte del incremento en la producción se concentraría hacia finales de siglo.

Los precios de los minerales corresponden a las proyecciones del Banco Mundial de agosto de 1994.¹³ En el caso del cobre, se proyecta

13 Banco Mundial (1994). Otras fuentes consultadas coinciden en las tendencias proyectadas por el Banco Mundial (Oxford Analytica, 1994).

un incremento de 9 por ciento en 1994, que sería seguido por una caída de 11 por ciento en 1995 y 5 por ciento en 1996, para retornar a una senda de crecimiento de 8 por ciento anual, en promedio, entre 1996 y el año 2000. El incremento observado en 1994 se funda en el crecimiento de la demanda en Norte América y algunas zonas de Asia, que ha ocurrido en un momento en que se generó una caída importante en las exportaciones de cobre de Rusia y Kazakhsan. Además, han habido compras especulativas realizadas por algunos fondos de inversión, que han visto en los mercados de metales una alternativa al magro desempeño de los mercados de *stocks* y valores de renta fija. A pesar de las predicciones, la alta productividad de algunos otros países productores de cobre, unida a la eliminación de distorsiones especulativas, podría hacer caer el precio del cobre durante los últimos cinco años de esta década.

En el caso del hierro, la caída de 9 por ciento que se observaría en 1994 sería seguida de incrementos de alrededor de 3 por ciento anual en los próximos seis años. Ello se deberá básicamente a que la industria acerera china viene incrementando de manera constante sus importaciones, mientras que no se espera que la producción crezca a la misma velocidad.

El Banco Mundial considera que en el año 1994 se observaría un incremento de 8 por ciento en el precio del oro. Este aumento sería seguido por incrementos de 5 por ciento en 1995 y 1996 y de 2.4 por ciento del año 1996 al 2000.

En 1994 se proyecta un incremento de 23 por ciento en el precio del plomo, que sería seguido de incrementos de 10 por ciento en 1995, 5.5 por ciento en 1996 y 7 por ciento anual entre 1996 y el año 2000. El robusto incremento en la demanda observado en los Estados Unidos, Canadá, Italia, Alemania y el Reino Unido para la construcción de baterías explica en buena medida estos aumentos.

La recuperación económica en los países industrializados debería impulsar un incremento significativo de la demanda de zinc, que lle-

varía a incrementos de precio de 2 por ciento en 1994, 7 por ciento en 1995, 10 por ciento en 1996 y 6 por ciento anual entre 1996 y el año 2000.

El precio de la plata, según el Banco Mundial, aumentará en 23 por ciento para el año 1994 y alrededor de 2 por ciento anual entre 1995 y el año 2000.

En el rubro "Otros" del cuadro 2 se incluyen las exportaciones de estaño, que se han proyectado de la misma manera que el resto de exportaciones mineras. Los volúmenes de producción del cuadro 3 están basados en los incrementos que deberían producirse a partir de la inversión de la compañía Minsur. Esta empresa posee la mina de estaño más rentable del mundo y ha iniciado la ejecución de un proyecto de construcción de una planta de refinamiento de estaño. Según las proyecciones del Banco Mundial, el precio del estaño debería elevarse en alrededor de 8 por ciento en 1994, 4 por ciento en 1995, 7 por ciento en 1996 y 4 por ciento por año de 1996 al año 2000, impulsado por un crecimiento en el consumo en los Estados Unidos.

En relación al resto de exportaciones tradicionales presentadas en el cuadro 2, las exportaciones de productos derivados del petróleo aumentarían sólo marginalmente, dado el mayor requerimiento de combustible que se derivará del ritmo de crecimiento de la economía. Así, se supone una tasa de crecimiento cercana al 4 por ciento anual entre 1995 y 1998, que cae a alrededor de 3 por ciento hacia 1999 y el año 2000.

Las exportaciones tradicionales agrícolas están compuestas por algodón, azúcar y café. Se espera que en los casos de algodón y azúcar no se produzcan incrementos significativos en el área sembrada. Las variaciones en el total exportado dependerán de la estacionalidad en la producción, muy relacionada con el Fenómeno del Niño. En el caso del café se asume que el incremento de precios observado en el último año, que ha llevado a un aumento de las exportaciones de café en más de 50 por ciento, llevará a incrementos moderados en el área

sembrada y por tanto en las exportaciones de dicho cultivo en los años siguientes.

La harina de pescado es el producto principal del rubro de exportaciones tradicionales pesqueras. La proyección asume la sustitución de la harina estándar por la harina *prime* (producto con un mayor contenido de proteínas, lo que permite su utilización en un mayor número de alimentos balanceados), que tiene mayores precios y una mayor demanda. En los próximos años, la inversión en el sector se centrará en el establecimiento de plantas de harinas especiales. Asimismo, se asume que dentro del período de proyección no volverían a lograrse los niveles excepcionalmente altos de captura alcanzados en 1994, debido al cambio en las condiciones del mar hacia 1996.

Exportaciones no tradicionales

Dentro de las exportaciones no tradicionales, los rubros que mostrarían el mayor crecimiento en los próximos años serían las exportaciones agrícolas, textiles y metal-mecánicas. En el caso de las exportaciones no tradicionales agrícolas, se supone un bajo nivel de inversión hasta 1996, en tanto los problemas de falta de infraestructura, ley de aguas, límites a la propiedad de la tierra y titulación no se solucionarían hasta ese momento. A partir de ese año, este rubro debería mostrar una tendencia creciente. Se espera un elevado crecimiento de los productos frescos destinados a los Estados Unidos, siempre que este país levante ciertas restricciones comerciales. Este rubro está actualmente conformado por espárragos (40 por ciento), harina de flores de marigold (12 por ciento), productos derivados del cacao (4 por ciento) y otros productos.

En cuanto a las ventas externas de textiles, el Perú exporta camisetas y camisas de algodón (25 por ciento en total), además de otros productos. En este caso se supone que las inversiones que actualmente se realizan en maquinaria y mecanismos para asegurarse el abastecimiento de algodón (nacional o importado) llevarán a un incremento de 10 por ciento anual en las exportaciones durante los años 1995 a

2000, especialmente en las confecciones de algodón.

Las exportaciones pesqueras no tradicionales, conformadas por langostinos (21 por ciento), pescado congelado (7 por ciento), calamar gigante (8 por ciento) y otros, mostrarían incrementos cercanos al 10 por ciento anual hacia 1998, debido a la mayor inversión en la flota de captura de especies de consumo humano directo. Sin embargo, estas exportaciones también estarían sujetas a las variaciones estacionales en las condiciones del mar peruano.

Las exportaciones no tradicionales metal-mecánicas están compuestas por partes para camiones y buses (13 por ciento), implementos para la minería (6 por ciento) y helicópteros (5 por ciento), además de otros productos con menor participación. Se asume que la tasa de crecimiento anual de estas exportaciones crece progresivamente, explicada por los resultados de nuevos proyectos de inversión en subproductos de zinc y cobre.

Las exportaciones no tradicionales químicas más importantes son los preparados tensoactivos (11 por ciento), aceite esencial de limón (10 por ciento) y carmín de cochinilla (9 por ciento). Los incrementos en las tasas de crecimiento de las exportaciones de estos productos que se observarían en los próximos años serían mínimos.

En el caso de la producción sidermetalúrgica, conformada por aleaciones de zinc (36 por ciento), alambres de cobre (31 por ciento) y otras manufacturas de zinc (13 por ciento), las exportaciones se incrementarían sólo marginalmente hacia el año 2000, debido a que es poco probable que se produzcan inversiones importantes en el sector.

Respecto a los productos mineros no metálicos -boratos (14 por ciento), cemento (14 por ciento) y partes para frenos (11 por ciento)- se espera que la mayor parte de la producción sea destinada al mercado interno (sector construcción) en los años 1995 a 2000. La inversión en una mayor capacidad instalada llevaría a un aumento en las exportaciones hacia 1999.

Importaciones: bienes de consumo

El aumento en la capacidad de consumo de la población consistente con las proyecciones de crecimiento, conjuntamente con el mayor acceso al crédito para consumo, llevarán a incrementos significativos en la importación de bienes de consumo en los años 1995 y 1996. De 1997 en adelante, sin embargo, los aumentos no serían tan significativos, en tanto no se espera que mejore mucho la distribución del ingreso, factor que determina la magnitud de la base de población que accede a crédito para consumo. En todo caso, se retornaría a los niveles alcanzados en el año 1994.

Los principales productos que se importarían dentro del rubro de bienes de consumo duraderos serían artefactos eléctricos y automóviles. Las importaciones de bienes de consumo duradero están formadas por vehículos (53 por ciento), electrodomésticos (24 por ciento), equipos de música (11 por ciento), muebles y equipo de casa (7 por ciento) y otros productos.

Las importaciones de bienes de consumo no duraderos están formadas por alimentos (66 por ciento), productos farmacéuticos (14 por ciento), bebidas (2 por ciento) y ropa (2 por ciento), además de otros rubros. El incremento supuesto en las importaciones de productos no duraderos se sustenta en las probables mayores compras de alimentos que habría que realizar en el exterior si se presentan sequías asociadas al Fenómeno del Niño, así como por las mayores importaciones de papel, productos de tocador y farmacéuticos.

Importaciones: insumos

El Perú importa combustibles, insumos para la agricultura (30 por ciento de los cuales son alimentos para animales) e insumos para la industria, que a su vez se dividen en productos alimenticios (24 por ciento), minerales (25 por ciento) y químicos (33 por ciento). Las importaciones de combustibles deberían mantenerse relativamente constantes dentro del período de proyección, pues se supone que los mayores requerimientos internos serán cubiertos por una

mayor producción interna de petróleo, resultante de la privatización de Petroperú. Este supuesto depende de lo que suceda con dicha privatización, así como de las definiciones que tome el gobierno con respecto a la integración comercial con otros países. La adopción del Arancel Externo Común del Grupo Andino, por ejemplo, abriría la posibilidad de importar combustible con arancel cero de Venezuela y Ecuador, lo que podría comprometer el proceso de privatización de Petroperú e incrementar de manera importante las importaciones por este concepto.

La recuperación de la actividad agraria generaría ligeros incrementos en los insumos para la agricultura hasta 1997. Además, una sequía asociada a la probable presencia del Fenómeno del Niño llevaría a un mayor nivel de importaciones de fertilizantes químicos y naturales. Por el lado de las importaciones de bienes intermedios para la industria, los mayores requerimientos generados por la recuperación de la actividad industrial llevarían a aumentos cercanos al incremento del PBI en este rubro.

Las elasticidades de las proyecciones de importación con respecto a la variación proyectada en el ingreso real se ubican en rangos cercanos a los observados en años pasados, salvo en los casos en que por alguna razón especial (como en el caso de los combustibles) se ha considerado un cambio de signo o una variación significativa en el valor absoluto de la elasticidad. Como ya se mencionó, el enfoque adoptado adolece de la limitación de considerar elasticidades fijas.

Importaciones: bienes de capital

El Perú importa actualmente materiales de construcción, bienes de capital para la agricultura (50 por ciento maquinaria y 50 por ciento vehículos), bienes de capital para la industria (80 por ciento maquinaria) y equipo de transporte (38 por ciento partes de vehículos y 60 por ciento camiones). Las importaciones de materiales de construcción se encuentran ligadas estrechamente al nivel de actividad del sector construcción, por lo que, al igual que el ritmo de crecimiento de este sector, se asume que

el ritmo de crecimiento caerá de 1996 en adelante.

Los problemas de mediano plazo para la inversión en el sector agrícola llevarían a que las importaciones de bienes de capital para el sector se incrementen sólo ligeramente a partir de 1999, especialmente las importaciones de tractores y equipo de riego.

Las importaciones de bienes de capital para la industria mostrarían incrementos significativos entre los años 1995 y 1996, en tanto el uso de capacidad instalada alcance niveles elevados a partir del crecimiento observado en 1994. Para los años siguientes se espera que el incremento en las importaciones de bienes de capital para la industria se mantengan en un nivel cercano al del crecimiento del PBI. Los principales rubros de importación en este caso serían los bienes de capital para las industrias textil, minería no metálica y algunas ramas metalmeccánicas, especialmente de industrias destinadas a la producción de insumos para la minería.

Las importaciones de equipo de transporte mostrarán probablemente una tendencia similar a la de las importaciones de bienes de capital para la industria, incrementándose rápidamente entre 1994 y 1995. Sin embargo, es también probable que dado el incremento en el *stock* de equipo de transporte que ello significará, el nivel de importaciones retorne al nivel alcanzado en 1994.

b) Balanza de servicios

Las proyecciones para la balanza de servicios son las elaboradas por la Sub Gerencia del Sector Externo del BCR en febrero de 1994 (BCR 1994). Las cifras del pago de intereses de la deuda externa corresponden a una proyección pasiva con base en lo devengado, que asume que no se realiza una reprogramación de vencimientos con el Club de París en 1996, ni se negocia con la banca comercial.

En el caso de servicios no financieros, si bien se observa un déficit a lo largo del período de proyección, se asume también una brecha

decreciente, en tanto la recuperación del sector turismo, que podría alcanzar niveles bastante elevados en los próximos años, permitiría hacer frente a los mayores gastos en el exterior.

c) Transferencias

La proyección de transferencias es la elaborada por el FMI (FMI 1994). Además de transferencias de peruanos residentes en el exterior, el rubro considera las donaciones, que también forman parte del rubro de "varios y ajustes" en las importaciones (con el propósito de mostrar un efecto neto nulo en la transferencia de recursos al exterior por este concepto). Es decir, las donaciones se contabilizan tanto como un ingreso por transferencias como un egreso por importaciones, resultando en un efecto neto nulo.

Balanza de capitales

En el caso de capitales del sector público, las proyecciones de desembolsos y amortización de deuda pública externa son las elaboradas por la Sub Gerencia del Sector Externo del BCR. Para las amortizaciones se considera lo devengado sin reprogramación de vencimientos con el Club de París ni negociación con la banca comercial.

Las proyecciones de capitales del sector público son las realizadas por Apoyo S.A. que consideran las principales inversiones programadas en el sector minero para el período 1995-2000 (alrededor de US\$ 5,000), así como los compromisos de inversión de empresas privatizadas que provengan del exterior (Apoyo, 1994). La proyección de Apoyo resulta conservadora comparada con las proyecciones del FMI, que contemplan montos superiores a los US\$ 2,300 millones por año de 1997 en adelante.

El balance preliminar mostrado en el punto III de la balanza de pagos (véase el cuadro 5) corresponde al concepto utilizado por el FMI. Es necesario aclarar que el resultado final que se presenta bajo el rubro "Balance General" asume implícitamente una meta de cambio de reservas internacionales igual a cero. Asimismo, la definición utilizada es la empleada por el

FMI para determinar las necesidades totales de financiamiento externo de un país.

Proyecciones de las Cuentas Fiscales. Los cuadros 10 a 15 muestran las proyecciones de las cuentas fiscales consistentes con las proyecciones pasivas de intereses y amortización de deuda externa consideradas en las proyecciones de balanza de pagos. Los rubros de gastos han sido desagregados considerando la clasificación de gastos, inversión y transferencias sociales que realiza el Presupuesto de la República para 1995.

Por el lado de los ingresos, se proyecta una recuperación gradual de la recaudación tributaria, que alcanzaría una tasa de 13 por ciento del PBI hacia el año 2000. Una administración tributaria más eficiente permitiría incrementar la participación del IGV dentro de los ingresos corrientes manteniendo la tasa de 18 por ciento. Asimismo, se asume una reducción gradual de la tasa del Impuesto Selectivo al Consumo de combustibles y la eliminación (a partir de 1997) de la contribución a Petroperú. Las proyecciones son además consistentes con el crecimiento proyectado para el PBI y las importaciones.

Es necesario considerar, adicionalmente, que además de la carga activa corriente del sector público, de alguna manera será necesario hacer frente también a la carga pasiva del Estado (pensiones, bonos de reconocimiento). Dichos conceptos deberían ser también incorporados para presentar las obligaciones fiscales de manera más realista. En este caso, sin embargo, dadas las restricciones en la información disponible, no ha sido posible incorporar dicha carga en la determinación de la capacidad de pago desde el punto de vista fiscal.

Escenario conservador

Se ha considerado un escenario conservador que modifica algunos de los supuestos presentados en el escenario base, reconsiderando los factores críticos que podrían generar problemas en la balanza de pagos.

El escenario conservador asume:

- Un retraso de dos años en la maduración de los principales proyectos mineros, de manera que los volúmenes de extracción de mineral proyectados en el escenario base se incrementan de manera significativa hacia 1998;
- Una evolución más conservadora de las exportaciones no tradicionales agrícolas y textiles. En el caso de las exportaciones agrícolas, se asume que el sector crecerá a tasas cercanas al 6 por ciento anual entre 1996 y 1997 y 8 por ciento anual entre 1998 y el año 2000. En el caso de los textiles, se asume que las tasas de crecimiento serían de 4 por ciento anual entre 1996 y 1997 y 6 por ciento de 1998 al 2000, en lugar de los incrementos de 6 por ciento y 8 por ciento anual supuestos en el escenario base;
- Un crecimiento sostenido de las importaciones de bienes duraderos y equipos de transporte durante el período, mientras que las importaciones de combustibles crecen progresivamente, debido a los problemas que podría enfrentar la privatización de las refinerías de Petroperú;
- Un retraso de un año en los desembolsos de nuevos préstamos del extranjero al sector público, así como un retraso en la entrada de capitales del sector privado en dos años, dado el retraso que se asume para la maduración de los principales proyectos mineros.

Resumen de los resultados

De acuerdo con las proyecciones de balanza de pagos que se presentan en esta parte, bajo cualquier escenario existe la necesidad de reestructurar o reducir el servicio de la deuda externa, si se desea mantener una tasa de crecimiento económica moderada sin necesidad de financiamiento excepcional. Las proyecciones elaboradas muestran que los crecientes déficit de balanza comercial podrían ser cubiertos a partir de la entrada de capitales de corto y largo plazo, hasta que las inversiones en sectores transables reduzcan o reviertan dichos déficit.

Si se toma en cuenta los flujos de salida de capitales por concepto de deuda externa, el escenario cambia radicalmente. Cumplir con la amortización y el servicio de la deuda externa en los términos contractuales originales implicaría la presencia de déficit de balanza de pagos poco sostenibles, lo que pondría en peligro la viabilidad del actual programa económico. Los montos de los requerimientos financieros que serían necesarios variarían año a año, según se observa en el cuadro 5.

Las proyecciones elaboradas dependen críticamente de:

- Un incremento sostenido en las exportaciones tradicionales, especialmente mineras. Si los proyectos mineros cuyos montos y cronogramas de inversión han sido hechos públicos se desarrollan de acuerdo con los planes vigentes, las exportaciones mineras podrían incrementarse sostenidamente, duplicándose hacia el año 2000. Ello depende tanto del sostenimiento de los niveles de precios actuales en los mercados internacionales de minerales como de la ausencia de retrasos en los períodos de maduración de los principales proyectos mineros.
- El mantenimiento del nivel de flujos positivos de inversión extranjera privada de corto y largo plazo. Hasta el momento, los flujos de inversión directa han estado en buena parte relacionados al proceso de privatización.
- La posibilidad de soportar un tipo de cambio real de equilibrio que resulta bajo para sostener la competitividad de algunos sectores transables. El fenómeno de "enfermedad holandesa" que las proyecciones de balanza de pagos permiten vislumbrar podría generar brechas comerciales mayores a las proyectadas.
- Que se eviten los problemas que podría generar la volatilidad excesiva de buena parte de los capitales de corto plazo. En ese caso, problemas en otros países de la región podrían tener efectos secundarios y generar un grado de volatilidad poco deseable sobre los capitales de corto plazo.

- Que se evite el peligro de una evaluación incorrecta por parte del sistema financiero de los riesgos de una expansión excesiva del crédito. En el caso específico de los créditos de consumo, la expansión excesiva del crédito podría tener efectos directos sobre el nivel de las importaciones y ampliar de esta manera la brecha comercial. A nivel agregado, si la expansión del crédito interno no corre paralela a un incremento del ahorro interno, el resultado inevitable sería un incremento del déficit comercial.

Un escenario más conservador que el reseñado en el cuadro 5 es aquél en el que se presentan rezagos en el desarrollo de los proyectos mineros y tasas mayores de crecimiento de las importaciones, así como flujos menores de inversión extranjera. En ese caso, las restricciones para la amortización y el servicio de la deuda en los términos contractuales originales serían evidentemente mayores, como se muestra en el cuadro 9. Así, ni aún considerando un financiamiento a partir de una pérdida sostenida de reservas sería posible manejar los déficit de la balanza de pagos.

Aun cuando las restricciones de balanza de pagos para la amortización y servicio de las obligaciones del Perú son importantes, las restricciones que resultarían cruciales provendrían del balance fiscal. Incluso asumiendo una evolución positiva de las cuentas fiscales, en un escenario bastante optimista la amortización y el servicio en los términos originales llevarían a un déficit del sector público no financiero superior al 7% del PBI para todos los años de 1995 en adelante. Claramente, las restricciones fiscales serán las que determinarán, en última instancia, la capacidad de pago del país.

Addendum: Probables efectos de los eventos del primer trimestre de 1995

Tal como se dijo en la introducción, los eventos de los tres primeros meses de 1995 no han sido incorporados en las proyecciones. Por lo tanto, es necesario discutir brevemente los efectos que ellos podrían tener sobre las cuentas externas y fiscales del país.

El incremento en las tasas de interés internacionales, la crisis mexicana y los problemas fronterizos entre el Perú y Ecuador afectarán las cuentas externas y fiscales en varios sentidos. En primer lugar, el incremento en el riesgo-país y riesgo-región generado por dichos eventos podría inducir una reducción permanente en los flujos de capital de corto y mediano plazo. Hasta marzo de 1995, el único cálculo disponible de dicho efecto es el valor de negociación diario en la Bolsa de Valores de Lima, explicado hasta en un 70 por ciento por operaciones de inversionistas extranjeros. Dicho valor pasó de US\$17 millones diarios en diciembre de 1994 a US\$21 millones en enero, y de ahí bajó a US\$12.6 millones en febrero. La mayor parte de la reducción en el valor negociado se debería básicamente al incremento en

las tasas de interés internacionales y al efecto de la crisis en México.

En segundo lugar, si bien la crisis en México no tuvo ningún efecto notable sobre el sistema bancario, los problemas fronterizos con Ecuador habrían generado una disminución de los depósitos en moneda extranjera del orden de los US\$60 millones en la primera mitad de febrero, lo que significó una reducción de 1.2 por ciento con respecto al *stock* de fines de enero. La tasa de interés y el tipo de cambio no han mostrado ninguna modificación significativa frente a los eventos recientes.

En tercer lugar, hay un retraso en el proceso de privatización de las empresas estatales, que podría superarse en el mediano plazo en tanto

Cuadro 1
PERU: INDICADORES MACROECONOMICOS, 1990-2000

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
								Proyecciones			
PBI nominal en millones S/.	6790	32937	52061	80529	111085	136435	163215	189322	217209	246938	275811
PBI nominal en millones US\$	33547	42776	41985	40467	49702	56612	62896	67374	70868	73934	76614
PBI nominal ajustado millones US\$	19877	20434	19923	21222	23663	25272	26636	27808	29032	30309	31643
Tasa de crecimiento del PBI real (%)	-5.4	2.8	-2.5	6.52	11.5	6.8	5.4	4.4	4.4	4.4	4.4
Agricultura y ganadería	-6.9	3.2	-7.3	6.2	11.9	4.7	4.1	2.9	2.9	2.9	2.9
Pesquería	-0.7	-10.7	2.7	23.5	32.7	-6.2	-19.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Minería y petróleo	-8.7	2.1	-2.8	7.8	5.8	7.4	8.7	4.7	4.7	4.7	4.7
Manufactura	-5.8	6.2	-4.5	7.6	12.5	9.7	6.7	5.1	5.1	5.1	5.1
Electricidad	0.4	4.0	-7.9	12.2	8.5	5.2	2.1	4.3	4.3	4.3	4.3
Construcción	3.2	1.7	5.6	13.0	21.1	6.0	5.5	4.8	4.8	4.8	4.8
Comercio	-1.8	3.4	-1.9	3.7	14.5	9.7	6.2	4.1	4.1	4.1	4.1
Otros servicios	-6.8	1.0	-0.5	4.6	5.1	5.0	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
Estructura del PBI por sectores (%):											
Agricultura y ganadería	13.4	13.3	12.7	12.7	12.8	12.5	12.4	11.7	11.6	11.7	11.7
Pesquería	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5	1.4	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9
Minería y petróleo	9.6	9.1	9.6	9.6	9.0	9.1	9.4	9.4	9.3	9.3	9.5
Manufactura	22.1	22.7	22.4	22.6	22.2	22.8	23.1	23.4	23.6	23.7	23.6
Electricidad	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Construcción	5.9	5.7	6.3	6.7	7.2	7.1	7.1	7.2	7.2	7.2	7.2
Comercio	13.0	13.0	13.7	13.7	14.2	14.6	14.7	14.8	14.7	14.6	14.5
Otros servicios	33.1	33.4	33.1	33.1	31.5	31.0	30.8	30.9	30.9	30.9	31.0
Inflación (%)	7649.7	139.2	56.7	39.5	16.0	12.6	11.5	10.4	9.8	8.1	6.8

Cuadro 5
PERU: BALANZA DE PAGOS, 1990 - 2000. Escenario Base
 (millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Proyecciones										
I. Cuenta Corriente	-839	-1282	-1696	-1775	-2351	-3394	-3668	-3241	-3029	-2632	-2040
Balanza Comercial	341	-164	-566	-579	-1006	-1529	-1697	-1196	-887	-380	342
Exortaciones	3233	3330	3485	3464	4464	4229	4412	4794	5194	5842	6658
Importaciones	2892	3494	4051	4043	5470	5758	6109	5990	6081	6222	6316
Servicios Financieros	-1041	-1032	-910	-981	-1100	-1475	-1591	-1675	-1782	-1902	-2042
Sector Público	-910	-909	-782	-828	-931	-1300	-1372	-1426	-1461	-1514	-1596
de lo cual: Intereses	n.a.	n.a.	n.a.	-404	-445	-1426	-1515	-1571	-1619	-1689	-1790
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	-196	-255	-247	-265	-279	-296	-315	-339
b. Bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	-203	-189	-637	-679	-691	-690	-707	-747
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	-154	-151	-554	-602	-618	-622	-643	-686
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	-48	-37	-28	-22	-17	-12	-7	-4
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	-1	-1	-55	-55	-56	-56	-57	-57
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	-5	-1	-426	-448	-472	-497	-523	-552
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	-116	-123	-129	-136	-144	-152
Sector Privado	-131	-123	-128	-153	-169	-175	-219	-249	-321	-388	-446
Servicios no Financieros	-414	-452	-668	-657	-795	-700	-700	-700	-700	-700	-700
Transferencias	275	366	448	442	550	310	320	330	340	350	360
II. Balanza de Capitales	976	2535	2189	2275	5490	2775	2694	2593	2470	2531	2285
Sector Público	823	845	475	647	580	-225	-406	-357	-230	-19	-115
Desembolsos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	625	398	439	492	554	619
Amortización (devengado)	-1143	-1021	-749	-482	-503	-850	-804	-796	-722	-573	-734
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	-195	-187	-172	-191	-172	-215	-232	-234
b. Bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	-280	-310	-635	-566	-579	-464	-317	-477
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	-175	-211	-387	-367	-395	-292	-150	-428
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	-104	-93	-85	-83	-75	-65	-60	-36
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	-1	-6	-163	-116	-109	-107	-107	-13
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	-6	-6	-8	-6	-5	-4	-4	-4
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	-1	0	-35	-41	-40	-39	-20	-19
Sector Privado	153	1690	1714	1628	4910	3000	3100	2950	2700	2550	2400
de lo cual: mediano y largo plazo	-13	-119	137	590	3310	2000	2150	2000	1750	1650	1600
corto plazo y errores	166	1809	1576	1037	1600	1000	950	950	950	900	800
III. Balance General	137	1253	493	500	3139	-619	-974	-648	-559	-101	245
Nota: Stock de RIN del Sistema Financiero	678	1933	2425	2925	6064	5445	4471	3823	3263	3163	3407

Fuente: BCR; APOYO S.A., setiembre 1994; Banco Mundial, agosto 1994; FMI, julio 1994.

Cuadro 6
PERU: EXPORTACIONES (FOB), 1990 - 2000. ESCENARIO CONSERVADOR
 (millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Proyecciones										
I. Exportaciones Tradicionales	2266	2378	2472	2334	2791	2956	2994	3201	3443	3787	4311
Minerales	1447	1475	1649	1432	1655	1854	1983	2141	2300	2578	3130
Cobre	700	738	806	658	728	707	675	781	880	947	1392
Hierro	58	46	54	84	74	112	153	157	161	214	224
Oro	9	137	215	225	292	412	465	475	487	512	543
Plata	79	68	78	76	94	97	99	100	105	105	112
Plomo	185	162	161	131	137	155	171	182	194	218	234
Zinc	416	324	335	258	331	370	421	446	473	582	625
Petróleo	258	169	196	181	192	200	210	219	228	236	243
Agrícolas	176	210	115	77	117	120	123	129	132	143	153
Algodón	42	58	23	4	6	8	6	7	7	8	6
Azúcar	36	33	23	13	18	17	19	19	17	17	17
Café	98	119	69	60	93	95	98	103	108	119	131
Pesquería	336	467	440	542	705	648	530	550	596	615	537
Otros	49	57	72	102	122	134	148	163	187	215	247
II. Exportaciones no Tradicionales	967	952	1013	1130	1235	1272	1298	1386	1484	1602	1677
Agrícolas	114	153	151	186	198	206	219	232	250	270	292
Textiles	365	353	324	324	337	354	368	383	406	430	456
Pesquería	113	107	179	262	330	328	312	351	386	425	403
Metal-mecánica	27	25	38	40	37	38	39	42	45	51	59
Químicas	71	74	77	74	76	76	77	77	77	79	82
Metalúrgicas	163	142	134	118	116	116	116	119	122	125	137
Minerales no metálicos	18	20	22	24	26	27	27	28	30	36	43
Otros	96	78	88	103	115	127	140	154	169	186	204
Total	3233	3330	3485	3464	4027	4229	4292	4586	4927	5389	5988

Fuente: BCR; Apoyo S.A., setiembre 1994; Banco Mundial, agosto 1994.

Cuadro 7
PERU: PROYECCION DE EXPORTACIONES MINERAS; 1993-2000. Escenario Conservador
(millones US\$)

Años	Cobre			Hierro			Oro			Plomo		
	Volumen (miles de TMF)	Precio (cUS\$ /lb)	Valor (millones US\$)	Volumen (millones TMF)	Precio (US\$ /TM)	Valor (millones US\$)	Volumen (miles de Oz.T.)	Precio (US\$ /Oz.T)	Valor (millones US\$)	Volumen (miles TMF)	Precio (cUS\$ /lb)	Valor (millones US\$)
1993	358.8	83.2	658.1	4.7	17.7	83.5	636.0	353.1	224.6	175.2	33.9	130.9
1994	364.8	90.5	727.5	4.1	18.2	73.9	747.6	390.0	291.6	168.0	37.0	137.0
1995	398.4	80.5	707.0	5.9	18.9	112.3	1005.8	410.0	412.4	172.0	41.0	155.5
1996	400.0	76.6	675.3	7.7	19.8	152.7	1081.0	430.0	464.8	180.8	42.9	171.0
1997	430.0	82.4	781.2	7.7	20.4	156.7	1080.0	440.0	475.2	180.0	45.8	181.7
1998	450.0	88.7	879.8	7.7	21.0	161.3	1080.0	451.0	487.1	180.0	48.9	194.1
1999	450.0	95.4	946.7	9.9	21.6	213.5	1109.0	462.0	512.4	190.0	52.0	217.8
2000	615.0	102.7	1392.3	10.1	22.2	224.2	1147.0	473.0	542.5	190.0	55.8	233.7
2001	820.0	110.5	1997.6	10.1	22.9	230.8	1166.0	484.0	564.3	200.0	59.6	262.8

continuación

Años	Zinc			Plata Refinada			Estaño			Valor total de exportac. mineras (millones US\$)
	Volumen (miles de TMF)	Precio (cUS\$ /lb)	Valor (millones US\$)	Volumen (millones de Oz.T.)	Precio (US\$ /Oz.T.)	Valor (millones US\$)	Volumen (miles de TMF)	Precio (cUS\$ /lb)	Valor (millones US\$)	
1993	522.8	22.4	258.2	18.5	4.1	76.3	11.8	155.0	40.3	1472.0
1994	536.0	28.0	330.9	18.4	5.1	93.9	17.0	180.0	67.5	1722.2
1995	560.0	30.0	370.4	18.6	5.2	96.9	20.4	186.5	83.9	1938.3
1996	580.0	32.9	420.7	18.6	5.3	98.6	25.5	199.6	112.2	2095.3
1997	580.0	34.9	446.3	18.6	5.4	100.4	26.4	207.2	120.4	2261.9
1998	580.0	37.0	473.1	19.0	5.5	104.5	26.4	215.1	125.0	2424.8
1999	672.0	39.3	582.2	19.0	5.5	104.5	28.1	223.2	138.0	2715.2
2000	680.0	41.7	625.1	20.0	5.6	112.0	28.9	231.7	147.6	3277.6
2001	680.0	44.3	663.8	20.0	5.7	114.0	29.8	240.4	157.7	3991.0

Fuente: APOYO S.A., setiembre 1994; Banco Mundial, agosto 1994.

Cuadro 8
PERU: IMPORTACIONES (FOB), 1990 - 2000. Escenario Conservador
(millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Proyecciones										
Bienes de consumo	339	638	841	907	1190	1361	1448	1559	1599	1640	1681
No duraderos	292	397	462	533	666	733	770	846	872	898	925
Duraderos	47	241	379	374	524	628	679	713	727	742	756
Bienes Intermedios	1332	1597	1783	1849	2180	2374	2675	2786	2876	2951	3029
Combustibles	320	381	383	318	349	360	500	500	500	500	500
Para agricultura	87	81	114	122	141	155	167	177	203	214	224
Para industria	924	1135	1286	1409	1691	1860	2008	2109	2172	2237	2304
Bienes de capital	886	934	1120	1136	1473	1848	1943	2005	2009	2065	2072
Mater. de construcción	34	45	59	68	89	96	102	106	110	113	116
Para agricultura	41	11	14	37	28	29	29	30	31	34	38
Para industria	584	561	638	699	909	981	1040	1082	1114	1148	1182
Equipo de transporte	275	317	408	332	448	492	522	538	554	570	587
Varios y ajustes	335	325	307	151	166	174	179	185	190	196	202
Total	2892	3494	4051	4043	5009	5758	6246	6535	6674	6852	6984

Fuente: BCR; Apoyo S.A., setiembre 1994.

Cuadro 9
PERU: BALANZA DE PAGOS, 1990 - 2000. Escenario Conservador
 (millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Proyecciones										
I. Cuenta Corriente	-839	-1282	-1696	-1775	-2351	-3394	-3926	-3994	-3889	-3716	-3378
Balanza Comercial	341	-164	-566	-579	-1006	-1529	-1955	-1949	-1747	-1464	-996
Exortaciones	3233	3330	3485	3464	4464	4229	4291	4586	4927	5388	5988
Importaciones	2892	3494	4051	4043	5470	5758	6246	6535	6674	6852	6984
Servicios Financieros	-1041	-1032	-910	-981	-1100	-1475	-1591	-1675	-1782	-1902	-2042
Sector Público	-910	-909	-782	-828	-931	-1300	-1372	-1426	-1461	-1514	-1596
de lo cual: Intereses	n.a.	n.a.	n.a.	-404	-445	-1426	-1515	-1571	-1619	-1689	-1790
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	-196	-255	-247	-265	-279	-296	-315	-339
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	-203	-189	-637	-679	-691	-690	-707	-747
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	-154	-151	-554	-602	-618	-622	-643	-686
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	-48	-37	-28	-22	-17	-12	-7	-4
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	-1	-1	-55	-55	-56	-56	-57	-57
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	-5	-1	-426	-448	-472	-497	-523	-552
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	-116	-123	-129	-136	-144	-152
Sector Privado	-131	-123	-128	-153	-169	-175	-219	-249	-321	-388	-446
Servicios no Financieros	-414	-452	-668	-657	-795	-700	-700	-700	-700	-700	-700
Transferencias	275	366	448	442	550	310	320	330	340	350	360
II. Balanza de Capitales	976	2530	2189	2275	5490	2775	2694	2593	2470	2531	2285
Sector Público	823	840	475	647	580	-225	-406	-357	-230	-19	-115
Desembolsos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	625	398	439	492	554	619
Amortización (devengado)	-1143	-1021	-749	-482	-503	-850	-804	-796	-722	-573	-734
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	-195	-187	-172	-191	-172	-215	-232	-234
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	-280	-310	-635	-566	-579	-464	-317	-477
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	-175	-211	-387	-367	-395	-292	-150	-428
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	-104	-93	-85	-83	-75	-65	-60	-36
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	-1	-6	-163	-116	-109	-107	-107	-13
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	-6	-6	-8	-6	-5	-4	-4	-4
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	-1	0	-35	-41	-40	-39	-20	-19
Sector Privado	153	1690	1714	1628	4910	3000	3100	2950	2700	2550	2400
de lo cual: mediano y largo plazo	-13	-119	137	590	3310	2000	2150	2000	1750	1650	1600
corto plazo y errores	166	1809	1576	1037	1600	1000	950	950	950	900	800
III. Balance General	137	1248	493	500	3139	-619	-1232	-1401	-1419	-1185	-1093
Nota: Stock de RIN del Sistema Financiero	678	1933	2425	2925	6064	5445	4213	2812	1393	208	-885

Fuente: BCR; APOYO S.A., setiembre 1994; Banco Mundial, agosto 1994; FMI, julio 1994.

Cuadro 10
PERU: GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL, 1990 - 2000
 (% del PBI)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
								Proyecciones				
1. Gasto corriente no financiero	8.1	6.5	8.0	7.6	8.29	8.65	8.50	8.60	8.60	8.60	8.60	
1.1 Planillas	2.9	2.5	3.2	3.1	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	
1.2 Bienes y servicios	1.7	1.2	1.7	1.6	1.61	2.15	2.00	2.10	2.10	2.10	2.10	
1.3 Transferencias	3.5	2.8	3.1	2.9	3.68	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	
2. Gastos de capital	1.4	1.4	2.6	2.9	3.24	5.60	5.15	5.12	5.20	5.30	5.35	
2.1 Inversión pública	1.2	1.2	1.6	1.7	1.00	3.30	3.30	3.32	3.35	3.40	3.40	
2.2 Transferencias	0.2	0.2	0.6	0.7	1.54	1.60	1.20	1.15	1.15	1.15	1.15	
2.3 Otros	0	0	0.4	0.5	0.71	0.70	0.65	0.65	0.70	0.75	0.80	
3. Total de gastos no financieros	9.5	7.9	10.6	10.5	11.54	14.25	13.65	13.72	13.80	13.90	13.95	
4. Gastos financieros												
4.1 Intereses	3.6	2.7	2.1	2.3	2.18	5.84	5.79	5.70	5.63	5.62	5.71	
4.1.1 Intereses de deuda externa	1.2	0.6	0.2	0.1	1.88	5.64	5.69	5.65	5.58	5.57	5.66	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.08	0.98	0.99	1.00	1.02	1.04	1.07	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.80	2.52	2.55	2.48	2.38	2.33	2.36	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.64	2.19	2.26	2.22	2.14	2.12	2.17	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.16	0.11	0.08	0.06	0.04	0.02	0.01	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.22	0.21	0.20	0.19	0.19	0.18	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	1.69	1.68	1.70	1.71	1.73	1.74	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.46	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	
4.1.2 Intereses de la deuda interna	2.4	2.1	2.1	2.2	0.30	0.20	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05	
4.2 Amortización	4.8	2.8	2.0	2.5	2.3	3.6	3.2	3.0	2.6	2.0	2.3	
4.2.1 Amortización de deuda externa	3.2	2.3	1.7	2.3	2.1	3.4	3.0	2.9	2.5	1.9	2.3	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.79	0.68	0.72	0.62	0.74	0.77	0.74	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	2.5	2.1	2.1	1.6	1.0	1.5	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.89	1.53	1.38	1.42	1.01	0.49	1.35	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.39	0.34	0.31	0.27	0.22	0.20	0.11	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.03	0.64	0.44	0.39	0.37	0.35	0.04	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.14	0.15	0.14	0.13	0.07	0.06	
4.2.2 Amortización de deuda interna	1.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10	0.00	
5. Gastos Totales	17.9	13.4	14.7	15.2	16.04	23.66	22.66	22.38	22.01	21.51	21.98	

Fuente: Apoyo S.A., setiembre 1994; BCR, febrero 1994; SUNAT, SUNAD.

Nota: Los gastos financieros para los años 1990 a 1994 corresponden a proyecciones del BCR realizadas en febrero de 1994.

Cuadro 11
PERU: GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL, 1990 - 2000
 (millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
								Proyecciones				
1. Gasto corriente no financiero	1610	1328	1594	1613	1962	2186	2264	2391	2497	2607	2721	
1.1 Planillas	576	511	638	658	710	758	799	834	871	909	949	
1.2 Bienes y servicios	338	245	339	340	381	543	533	584	610	636	665	
1.3 Transferencias	696	572	618	615	872	885	932	973	1016	1061	1108	
2. Gastos de capital	278	286	518	615	767	1415	1372	1424	1510	1606	1693	
2.1 Inversión pública	239	245	319	361	237	834	879	923	973	1031	1076	
2.2 Transferencias	40	41	120	149	364	404	320	320	334	349	364	
2.3 Otros	0	0	80	106	167	177	173	181	203	227	253	
3. Total de gastos no financieros	1888	1614	2112	2228	2730	3601	3636	3815	4006	4213	4414	
4. Gastos financieros												
4.1 Intereses	477	429	418	860	516	1477	1542	1585	1634	1704	1806	
4.1.1 Intereses de deuda externa	n.a.	n.a.	n.a.	404	445	1426	1515	1571	1619	1689	1790	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	196	255	247	265	279	296	315	339	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	203	189	637	679	691	690	707	747	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	154	151	554	602	618	622	643	686	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	48	37	28	22	17	12	7	4	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	1	1	55	55	56	56	57	57	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	5	1	426	448	472	497	523	552	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	116	123	129	136	144	152	
4.1.2 Intereses de la deuda interna	477	429	418	456	71	51	27	14	15	15	16	
4.2 Amortización	318	102	60	524	550	901	857	824	751	603	734	
4.2.1 Amortización de deuda externa	n.a.	n.a.	n.a.	482	503	850	804	796	722	573	734	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	195	187	172	191	172	215	232	234	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	280	310	635	566	579	464	317	477	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	175	211	387	367	395	292	150	428	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	104	93	85	83	75	65	60	36	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	1	6	163	116	109	107	107	13	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	6	6	8	6	5	4	4	4	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	1	0	35	41	40	39	20	19	
4.2.2 Amortización de deuda interna	318	102	60	42	47	51	53	28	29	30	0	
5. Gastos Totales	3558	2738	2929	3226	3796	5978	6035	6224	6391	6520	6954	

Fuente: Apoyo S.A., setiembre 1994; BCR, febrero 1994; SUNAT, SUNAD.

Nota: Los gastos financieros para los años 1990 a 1994 corresponden a proyecciones del BCR realizadas en febrero de 1994.

Cuadro 12
PERU: INGRESOS DEL GOBIERNO CENTRAL, 1990-2000
 (% del PBI)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
								Proyecciones				
Ingresos Corrientes	9.30	9.10	11.00	10.80	12.80	13.33	13.58	14.00	14.15	14.42	14.80	
1. Ingresos tributarios	8.90	8.60	9.50	9.30	11.09	11.63	11.88	12.25	12.40	12.67	13.10	
1.1 Impuesto a la Renta	0.60	0.70	1.30	1.60	2.22	2.25	2.28	2.40	2.45	2.55	2.70	
1.2 IGTV	1.50	1.90	2.60	3.50	4.46	4.60	4.65	4.80	4.85	4.90	5.00	
1.3 ISC	3.70	3.60	3.10	1.80	1.98	2.03	2.10	2.15	2.10	2.12	2.15	
1.4 Aranceles	1.00	1.00	1.00	1.10	1.34	1.60	1.70	1.75	1.85	1.95	2.10	
1.5 Otros ^{1/}	2.10	1.40	1.50	1.30	1.10	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	
2. Ingresos no tributarios	0.40	0.50	1.50	1.50	1.70	1.70	1.70	1.75	1.75	1.75	1.70	
Ingresos de Capital	0.00	0.00	0.10	0.40	4.60	2.50	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ingresos Totales	9.30	9.10	11.10	11.20	17.40	15.83	14.41	14.00	14.15	14.42	14.80	

^{1/} Incluye FONAVI.

Fuentes: SUNAT; APOYO S.A., setiembre 1994.

Cuadro 13
PERU: INGRESOS DEL GOBIERNO CENTRAL, 1990-2000
 (millones US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
								Proyecciones				
Ingresos Corrientes	1849	1859	2192	2292	3028	3367	3616	3893	4108	4371	4683	
1. Ingresos tributarios	1769	1757	1893	1974	2625	2938	3163	3406	3600	3840	4145	
1.1 Impuesto a la Renta	119	143	259	340	524	569	606	667	711	773	854	
1.2 IGTV	298	388	518	743	1055	1163	1239	1335	1408	1485	1582	
1.3 ISC	735	736	618	382	469	512	559	598	610	643	680	
1.4 Aranceles	199	204	199	233	316	404	453	487	537	591	665	
1.5 Otros ^{1/}	417	286	299	276	261	291	306	320	334	349	364	
2. Ingresos no tributarios	80	102	299	318	403	430	453	487	508	530	538	
Ingresos de Capital	0	0	20	85	1088	632	223	0	0	0	0	
Ingresos Totales	1849	1859	2211	2377	4116	3999	3839	3893	4108	4371	4683	

^{1/} Incluye FONAVI.

Fuente: SUNAT; APOYO S.A., setiembre 1994.

Cuadro 14
PERU: OPERACIONES DEL SECTOR PUBLICO, 1990-2000
 (% del PBI)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	Proyecciones										
Operaciones del Gobierno Central											
1. Ingresos corrientes	9.30	9.10	11.00	10.80	12.80	13.33	13.58	14.00	14.15	14.42	14.80
2. Gastos corrientes (no incluye intereses)	8.10	6.50	8.00	7.60	8.29	8.65	8.50	8.60	8.60	8.60	8.60
3. Cuenta Corriente (no incluye intereses)	1.20	2.60	3.00	3.20	4.50	4.68	4.98	5.40	5.55	5.82	6.20
4. Ingresos de capital	0.00	0.00	0.10	0.40	4.60	2.50	0.84	0.00	0.00	0.00	0.00
5. Gastos de capital	1.40	1.40	2.60	2.90	3.24	5.60	5.15	5.12	5.20	5.30	5.35
6. Resultado primario	-0.20	1.20	0.50	0.70	5.86	1.58	0.66	0.28	0.35	0.52	0.85
7. Intereses	3.60	2.70	2.10	2.20	2.18	5.84	5.79	5.70	5.63	5.62	5.71
7.1 Intereses de deuda externa	1.20	0.60	0.20	0.05	1.88	5.64	5.69	5.65	5.58	5.57	5.66
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.08	0.98	0.99	1.00	1.02	1.04	1.07
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.80	2.52	2.55	2.48	2.38	2.33	2.36
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.64	2.19	2.26	2.22	2.14	2.12	2.17
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.16	0.11	0.08	0.06	0.04	0.02	0.01
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.22	0.21	0.20	0.19	0.19	0.18
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	1.69	1.68	1.70	1.71	1.73	1.74
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.46	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48
7.2 Intereses de deuda interna	2.40	2.10	2.10	2.15	0.30	0.20	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05
8. Amortización	4.80	2.80	2.00	2.50	2.33	3.56	3.22	2.96	2.59	1.99	2.32
8.1 Amortización de deuda externa	3.20	2.30	1.70	2.30	2.13	3.36	3.02	2.86	2.49	1.89	2.32
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.79	0.68	0.72	0.62	0.74	0.77	0.74
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.31	2.51	2.12	2.08	1.60	1.05	1.51
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.89	1.53	1.38	1.42	1.01	0.49	1.35
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.39	0.34	0.31	0.27	0.22	0.20	0.11
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.03	0.64	0.44	0.39	0.37	0.35	0.04
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.00	0.14	0.15	0.14	0.13	0.07	0.06
8.2 Amortización de deuda interna	1.60	0.50	0.30	0.20	0.20	0.20	0.20	0.10	0.10	0.10	0.00
9. Déficit del Gobierno Central	-8.60	-4.30	-3.60	-4.00	1.35	-7.83	-8.34	-8.38	-7.86	-7.09	-7.18
10. Resto del sector público no financiero	-0.80	-0.50	0.10	0.30	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Empresas públicas	-0.80	-0.50	0.00	0.30	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Resto del Gobierno Central	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
11. Déficit del sector público no financiero	-9.40	-4.80	-3.50	-3.70	1.55	-7.63	-8.34	-8.38	-7.86	-7.09	-7.18

Fuente: Apoyo S.A., setiembre 1994; BCR, febrero 1994; SUNAT, SUNAD.

Nota: Los gastos financieros para los años 1990 a 1994 corresponden a proyecciones del BCR realizadas en febrero de 1994.

Cuadro 15
PERU: OPERACIONES DEL SECTOR PUBLICO, 1990-2000
 (% del PBI)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
								Proyecciones				
Operaciones del Gobierno Central												
1. Ingresos corrientes	1849	1859	2192	2292	3028	3367	3616	3893	4108	4371	4683	
2. Gastos corrientes (no incluye intereses)	1610	1328	1594	1613	1962	2186	2264	2391	2497	2607	2721	
3. Cuenta corriente (no incluye intereses)	239	531	598	679	1066	1181	1224	1396	1501	1649	1962	
4. Ingresos de capital	0	0	20	85	1088	632	223	0	0	0	0	
5. Gastos de capital	278	286	518	615	767	1415	1372	1424	1510	1606	1693	
6. Resultado primario	-40	245	100	149	1387	398	75	-27	-8	43	269	
7. Intereses	477	429	418	860	516	1477	1542	1585	1634	1704	1806	
7.1 Intereses de deuda externa	n.a.	n.a.	n.a.	404	445	1426	1515	1571	1619	1689	1790	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	196	255	247	265	279	296	315	339	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	203	189	637	679	691	690	707	747	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	154	151	554	602	618	622	643	686	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	48	37	28	22	17	12	7	4	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	1	1	55	55	56	56	57	57	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	5	1	426	448	472	497	523	552	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	116	123	129	136	144	152	
7.2 Intereses de deuda interna	477	429	418	456	71	51	27	14	15	15	16	
8. Amortización	318	102	60	524	550	901	857	824	751	603	734	
8.1 Amortización de deuda externa	n.a.	n.a.	n.a.	482	503	850	804	796	722	573	734	
a. Instituciones multilaterales	n.a.	n.a.	n.a.	195	187	172	191	172	215	232	234	
b. Deuda bilateral	n.a.	n.a.	n.a.	280	310	635	566	579	464	317	477	
- Club de París	n.a.	n.a.	n.a.	175	211	387	367	395	292	150	428	
- Países de América Latina	n.a.	n.a.	n.a.	104	93	85	83	75	65	60	36	
- Países de Europa del Este	n.a.	n.a.	n.a.	1	6	163	116	109	107	107	13	
c. Banca comercial	n.a.	n.a.	n.a.	6	6	8	6	5	4	4	4	
d. Proveedores	n.a.	n.a.	n.a.	1	0	35	41	40	39	20	19	
8.2 Amortización de deuda interna	318	102	60	42	47	51	53	28	29	30	0	
9. Déficit del Gobierno Central	-835	-286	-378	-1236	320	-1979	-2324	-2436	-2393	-2265	-2271	
10. Resto del sector público no financiero	-159	-102	20	64	47	51	0	0	0	0	0	
Empresas públicas	-159	-102	0	64	47	51	0	0	0	0	0	
Resto del Gobierno Central	0	0	20	0	0	0	0	0	0	0	0	
11. Déficit del sector público no financiero	-994	-388	-358	-1172	368	-1929	-2324	-2436	-2393	-2265	-2271	

Fuente: Apoyo S.A., setiembre 1994; BCR, febrero 1994, SUNAT, SUNAD.

Nota: Los gastos financieros para los años 1990 a 1994 corresponden a proyecciones del BCR realizadas en febrero de 1994.

3. HACIA UNA ESTRATEGIA INTEGRAL PARA LA NEGOCIACION

El análisis realizado hasta aquí ha mostrado la carga que representa la deuda externa para la economía peruana, tanto desde el punto de vista del sector externo como desde la perspectiva fiscal. Se ha podido además apreciar el avance logrado en normalizar relaciones financieras con algunos acreedores, pero también se ha hecho palpable que falta regularizar la situación con algunos otros, entre los cuales se encuentran la banca comercial internacional, los países de Europa Oriental y China Popular, y los proveedores sin garantía.

Hasta la fecha no se ha dado a conocer a la opinión pública la política gubernamental sobre deuda externa. La información disponible consiste en informes parciales sobre algunos eventos aislados. Este comportamiento podría ser percibido por el público como falta de transparencia; por otro lado, refleja el peligro de desperdiciar las ventajas potenciales de utilizar una estrategia integral de la deuda externa como instrumento de negociación.

La negociación de la deuda externa no es un ejercicio exclusivamente técnico; en él influyen variables políticas internas e internacionales. Por lo tanto, la forja de alianzas con diversos grupos de presión internos y externos -movimientos políticos, opinión pública, organismos financieros internacionales, países amigos- en torno a una estrategia con enunciados simples y sensatos puede fortalecer la posición nacional. Una estrategia integral de la deuda permitirá aclarar temas tales como la repartición de la carga de la deuda entre los acreedores (*burden sharing*) y abre un espacio a los negociadores para buscar un consenso nacional sobre un tema que debería colocarse por encima de las preferencias político-partidistas.

En esta sección se utiliza la información disponible para ilustrar cómo se podría diseñar una estrategia de financiamiento y deuda externa para el Perú, y su utilidad como un instrumento operativo. Tal estrategia debe tener cuatro componentes:

- una visión y objetivos claros de mediano y largo plazo;
- criterios para medir el logro de los objetivos propuestos;
- opciones estratégicas; y
- definición de acciones específicas.

3.1. Visión y objetivos claros de mediano y largo plazo

Dentro del compromiso nacional de consolidar la estabilización macroeconómica y fomentar las transformaciones estructurales, el objetivo de la estrategia de la deuda debería ser establecer relaciones financieras con los acreedores externos acordes con las posibilidades de pago y las necesidades de recursos externos del país. Este objetivo general puede traducirse en distintos subobjetivos, según el acreedor: con algunos significaría no endeudarse más; con otros, reducir la deuda para poder endeudarse eventualmente, y con otros, reducir la deuda para eliminarlos de la lista de acreedores.

El objetivo general y los subobjetivos, enunciados con distintos niveles de detalle, deberían comunicarse a la opinión pública y discutirse abiertamente con distintos grupos interesados.

3.2. Criterios para medir el logro de los objetivos

Deben seleccionarse algunos indicadores que permitan evaluar la ruta escogida para llegar al objetivo. En el caso de la deuda externa, se pueden utilizar conjuntamente los resultados de la balanza de pagos con los resultados fiscales para tener una indicación precisa del peso de la deuda en la economía (véase la segunda sección del documento, los cuadros 5 y 14). Estos dos criterios pueden combinarse con algún indicador de la evolución del perfil de la deuda en el mediano plazo, tal como el ratio del servicio de la deuda externa al PBI, según se presenta en el cuadro 16.

Los criterios estratégicos, o alguno de ellos, también pueden ser un instrumento de nego-

Cuadro 16
PERU: PROYECCIONES DEL SERVICIO CONTRACTUAL DE LA DEUDA EXTERNA
 (% del PBI) a/

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Amortización	3.4	3.2	3.1	2.9	2.3	2.9
Multilaterales	0.7	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
Bilaterales	2.5	2.2	2.3	1.8	1.3	1.9
Club de París	1.5	1.5	1.6	1.2	0.6	1.7
América Latina	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
Europa del Este	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.1
Banca Comercial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Proveedores	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Intereses	5.6	6.0	6.2	6.4	6.7	7.1
Multilaterales	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
Bilaterales	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8	3.0
Club de París	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.7
América Latina	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Europa del Este	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Banca Comercial	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
Proveedores	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Servicio Total	9.0	8.7	8.5	8.1	7.5	8.0
Multilaterales	1.7	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8
Bilaterales	5.0	4.7	4.6	4.0	3.4	3.9
Club de París	3.7	3.6	3.6	3.1	2.6	3.5
América Latina	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1
Europa del Este	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.2
Banca Comercial	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
Proveedores	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PBI ajustado (en millones de US\$)	25272	26636	27808	29032	30309	31643

a/ Corresponde al PBI ajustado según la metodología descrita en la segunda parte. Las cifras de amortización e intereses son las utilizadas en la balanza de pagos en el cuadro 5, cuya fuente es el Banco Central de Reserva del Perú.

ciación. En la coyuntura actual peruana, por ejemplo, aunque la economía dé señas de recuperación (tasa de crecimiento del PBI de 12.7 por ciento en 1994 y resultados positivos en la balanza de pagos), el déficit fiscal persiste, y el ratio de intereses al PBI sigue siendo elevado (5.6 por ciento en 1995). Así, a pesar de algunos signos coyunturales favorables, la evaluación simultánea de los criterios estratégicos permite a los negociadores establecer metas realistas y ejecutables, y continuar defendiendo la necesidad de alivio del servicio de la deuda en presencia de una aparente bonanza.

Como se dijo anteriormente, la capacidad de pago del país es uno de los criterios más importantes a considerar en el diseño de una estrategia de negociación de la deuda externa.

Además, tanto para el total de la deuda como para cada tipo de acreedor, deben considerarse criterios tales como: porcentaje de reducción del acervo de la deuda, porcentaje de reducción en el servicio de la deuda, relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones, relación entre el acervo de la deuda y las exportaciones, y pago de intereses en relación al PBI. Por otra parte, se pueden definir criterios específicos para cada tipo de acreedor. Por ejemplo, en el caso de las negociaciones con la banca comercial, criterios adicionales pueden ser el impacto que tendría un acuerdo en el marco del Plan Brady sobre las reservas y sobre el nivel de endeudamiento con los organismos multilaterales; en el caso de la deuda con acreedores bilaterales, estos criterios adicionales pueden incluir el porcentaje de condonación

del acervo o del servicio de la deuda, y los montos destinados al canje de deuda por programas sociales o ambientales.

3.3. Opciones estratégicas

El diseño de opciones estratégicas es la parte más creativa del ejercicio, en la que se abren todas las posibles acciones para alcanzar los objetivos y subobjetivos. En el caso peruano, como ejercicios generales, deberían simularse escenarios de cambio en las tasas de interés internacionales y en los tipos de cambio de las monedas en que están denominados los adeudos. Además, podría analizarse el comportamiento de los países acreedores hacia sus propias deudas y hacia sus acreencias, los estados de pérdidas y ganancias de los bancos internacionales y los asuntos que son de importancia para la opinión pública de los países amigos. Se debe estudiar la gama de opciones que tiene el país ante sus acreedores, algunas de las cuales se ilustran a continuación:

- organismos multilaterales: pagar el servicio de la deuda ininterrumpidamente, prepagar algunas deudas contratadas a tasas de interés altas, o no contratar más deuda.
- Club de París: solicitar una nueva reestructuración para 1996 y pagar, no reestructurar la deuda y pagar puntualmente, endeudarse con otros acreedores para prepagar todas o algunas de estas deudas, o buscar soluciones bilaterales para la deuda post fecha de corte.
- Europa Oriental y China Popular: estudiar posibilidades de reducción de deuda, pago con acreencias externas peruanas, prepagos, o reclasificar algunos bancos incluidos en esta categoría para que se incorporen a la negociación de la deuda con la banca comercial.
- América Latina: estudiar las consecuencias de convertirse en acreedor de los países acreedores del Perú.
- Banca comercial: ventajas y desventajas de los canjes de deuda, simulaciones de diver-

sas modalidades y posibles resultados de la reducción de la deuda, diferentes tipos de apoyo de organismos internacionales y apoyo del Club de París.

- Proveedores: analizar la reclasificación de algunos acreedores para incluirlos en la negociación con la banca comercial, prepagar con descuento, continuar utilizando los canjes de deuda.

El resultado de este ejercicio debería ser un marco para las decisiones estratégicas que estructure, jerarquice, ordene y organice las opciones estratégicas, y a la vez que integre los subobjetivos por acreedor.

El desarrollo detallado de un marco de decisiones estratégicas para la deuda externa peruana requiere de cierta información que no está disponible para el público. No obstante, este ejemplo demuestra que el ejercicio de construcción de este marco no sólo es posible sino muy útil para la toma de decisiones en este campo. El componente de las opciones estratégicas se presta para integrar los conocimientos de las instituciones públicas que tratan el tema de la deuda externa, y además, beneficiarse de la experiencia y creatividad de expertos en el sector privado o académico.

3.4. Líneas de acción

El cuarto componente de una estrategia es la definición de acciones específicas, que en el caso de la deuda externa debería clasificarse por acreedor. Este ejercicio podría enriquecerse y servir para la toma de decisiones críticas si se pudiera completar con la información necesaria para desarrollar las opciones estratégicas en mayor detalle.

La meta en el mediano plazo es lograr una reducción en el valor de la deuda externa que sea congruente con la capacidad de pago del país, de modo que su servicio no restrinja las importaciones ni el ahorro necesario para garantizar una tasa de crecimiento adecuada y el logro de los objetivos sociales.

A manera de hipótesis y con fines ilustrativos se han establecido metas cuantitativas para el pago del servicio de la deuda en relación con el PBI, tal como se muestra en el cuadro 17. La capacidad de pago para el servicio del total de la deuda externa se establece en aproximadamente el 5 por ciento del PBI ajustado conforme a las estimaciones de la segunda sección del documento. Esto implica destinar entre US\$1,300 millones en 1995 y US\$1,600 millones en el año 2000 para la amortización y el pago de intereses a todos los acreedores que tiene el Perú, incluyendo las organizaciones multilaterales, el Club de París, América Latina, Europa del Este, los bancos comerciales y los proveedores. Si bien estas cifras son elevadas, también es cierto que implican una reducción significativa en el servicio contractual de la de-

da, el cual varía entre 7.5 por ciento y 9 por ciento del PBI en el período 1995-2000 (cuadro 16). Por ejemplo, al pasar del servicio contractual al servicio de acuerdo a las metas planteadas en el cuadro 17, en 1995 el servicio total de la deuda disminuiría de aproximadamente US\$2,270 millones a US\$1,300 millones, y en el año 2000 disminuiría de US\$2,530 a US\$1,600 millones, reducciones que sobrepasan ampliamente los US\$900 millones anuales. De acuerdo a las metas del cuadro 17, el servicio de la deuda externa representaría alrededor del 30 por ciento de las exportaciones en 1995 y el 24 por ciento en el 2000.

El siguiente paso consiste en definir la distribución del monto total destinado al pago de la deuda externa entre los diversos acreedores.

Cuadro 17
PERU: METAS PARA EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA, 1995-2000
(% del PBI)^{a/}

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Amortización	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8
Multilaterales	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Bilaterales	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
Club de París	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
América Latina	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1
Europa del Este	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
Banca Comercial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Proveedores	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Intereses	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3
Multilaterales	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Bilaterales	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Club de París	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
América Latina	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Europa del Este	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Banca Comercial	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Proveedores	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Servicio Total	5.2	5.2	5.2	5.0	5.0	5.1
Multilaterales	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Bilaterales	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0
Club de París	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
América Latina	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1
Europa del Este	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Banca Comercial	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Proveedores	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBI ajustado (en millones de US\$)	25272	26636	27808	29032	30309	31643

^{a/} Corresponde al PBI ajustado según la metodología descrita en la segunda parte. Las cifras de amortización e intereses son de elaboración propia.

Este es un tema muy delicado, que merece la atención preferencial de los negociadores de la deuda.

El establecimiento de metas como las presentadas en el cuadro 17 debe obedecer a decisiones técnicas y políticas. Entre los elementos técnicos a ser considerados están las adecuadas mediciones del servicio de la deuda externa, incluyendo las modificaciones periódicas que deben hacerse a las proyecciones para incorporar los cambios en las tasas de interés y los tipos de cambio internacionales. Debe verificarse el impacto de estas obligaciones externas en una balanza de pagos actualizada y con proyecciones realistas, así como en las operaciones del sector público. También deben tomarse en cuenta las posibilidades reales de lograr la meta deseada con cada tipo de acreedor. Las consideraciones políticas están asociadas al establecimiento de prioridades de pago: se suspenden pagos a X, se reanudan a Y y los costos y beneficios vinculados a estas decisiones, como por ejemplo la reanudación o suspensión de la cooperación externa o de desembolsos de parte de alguno de estos acreedores.

El cuadro 18 presenta los resultados de las proyecciones de balanza de pagos asumiendo que las metas del cuadro 17 se cumplen a cabalidad.

Acciones específicas

A continuación se presenta el conjunto de acciones específicas que podrían servir para llegar a las metas propuestas. El efecto individual de cada una de estas acciones no ha sido cuantificado, debido a que no se dispone de cifras actualizadas de la deuda externa peruana.

En primer lugar, se deben recalcular las cifras oficiales de proyección del servicio de la deuda, de manera tal que reflejen los aumentos de la tasa de interés en los mercados internacionales.

Asimismo, se deben establecer prioridades de pago y diferenciar las acciones según el tipo de acreedor.

Organismos multilaterales. El servicio de la deuda a organismos multilaterales se pagará puntualmente. De manera complementaria, estas instituciones deben jugar un papel decisivo en el apoyo de la estrategia integral de renegociación de la deuda externa peruana y en la creación de un ambiente internacional más propicio para lograr una solución al problema de la deuda peruana bilateral y con la banca comercial.

Por otra parte, también debe considerarse que la contratación de este tipo de deudas es onerosa -la tasa de interés se situó entre 7 y 8 por ciento anual en 1994, cuando la tasa de interés internacional estuvo entre 4 y 6 por ciento para el mismo período. Por lo tanto, debe actuarse con cautela en la contratación de créditos con las instituciones multilaterales, endeudándose sólo para aquellos proyectos que lo ameritan desde el punto de vista de su rentabilidad económica y social. Además, debe continuarse con la política de no desembolsar el crédito vigente con el FMI (*Extended Fund Facility, EFF*) mientras no se necesiten los fondos, pues estos créditos tienen no sólo tasas de interés mayores a las de mercado, sino que además son de corto plazo.¹⁴

Deuda bilateral. La deuda bilateral debe renegociarse por bloques de países: Club de París, Europa Oriental y China Popular, y América Latina. Los criterios que regirán cada reestructuración deben contener consideraciones técnicas y políticas adecuadas para cada bloque de países.

a) Club de París

La deuda del Perú con el Club de París es el problema más serio para el país por varias razones:

14 Véase *Perú-Staff Report for the 1994 Article IV Consultation, Second Year Program Under the Extended Arrangement, and Reviews of Financing Assurances*. Fondo Monetario Internacional, Julio 1^o, 1994.

- El Club de París es el grupo acreedor más grande del Perú, con 40.3 por ciento de la deuda total.
- El Club de París clasifica a sus deudores por los niveles de ingreso per cápita (medidos por el Banco Mundial) y no por su capacidad de pago. Bajo este criterio, el Perú cae en la categoría de países de ingreso

medio, cuando las cifras fiscales muestran grandes restricciones para el pago de la deuda externa. En consecuencia, el tratamiento que recibe el Perú en el Club de París no corresponde a su capacidad real de pago.

- El Club de París está respaldado por organismos financieros internacionales como el FMI y el Banco Mundial.¹⁵ Estas institucio-

Cuadro 18
PERU: PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS 1995-2000 a/
Con metas de reestructuración de la deuda externa
(millones US\$)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I. Cuenta Corriente	(3394)	(3668)	(3241)	(3029)	(2,632)	(2,040)
Balanza Comercial	(1529)	(1697)	(1196)	(887)	(380)	342
Exportaciones	4229	4412	4794	5194	5842	6658
Importaciones	5758	6109	5990	6081	6222	6316
Servicios Financieros	(1475)	(1591)	(1675)	(1782)	(1902)	(2042)
Sector público	(1300)	(1372)	(1426)	(1461)	(1514)	(1596)
de lo cual: Intereses	(859)	(906)	(945)	(958)	(1000)	(1,044)
a. Multilaterales	(253)	(266)	(278)	(290)	(303)	(316)
b. Bilaterales	(278)	(293)	(306)	(290)	(303)	(316)
- Club de París	(202)	(213)	(222)	(232)	(242)	(253)
- América Latina	(25)	(27)	(28)	0	0	0
- Europa del Este	(51)	(53)	(56)	(58)	(61)	(63)
c. Banca Comercial	(202)	(213)	(222)	(232)	(242)	(253)
d. Proveedores	(126)	(133)	(139)	(145)	(152)	(158)
Sector Privado	(175)	(219)	(249)	(321)	(388)	(446)
Servicios no Financieros	(700)	(700)	(700)	(700)	(700)	(700)
Transferencias	310	320	330	340	350	360
II. Balanza de Capitales	3170	3019	2888	2698	2589	2449
Sector Público	170	(81)	(62)	(2)	39	49
Desembolsos	625	398	439	492	554	619
Amortización	(455)	(479)	(501)	(494)	(515)	(570)
a. Multilaterales	(177)	(186)	(195)	(203)	(212)	(222)
b. Bilaterales	(253)	(266)	(278)	(261)	(273)	(316)
- Club de París	(177)	(186)	(195)	(203)	(212)	(222)
- América Latina	(76)	(80)	(83)	(58)	(61)	(32)
- Europa del Este	0	0	0	0	0	(63)
c. Banca Comercial	0	0	0	0	0	0
d. Proveedores	(25)	(27)	(28)	(29)	(30)	(32)
Sector Privado	3000	3100	2950	2700	2550	2400
mediano y largo plazo	2000	2150	2000	1750	1650	1600
corto plazo y errores y omisiones	1000	950	950	950	900	800
III. Balance General	(224)	(649)	(353)	(331)	(43)	409

a/ Las cifras de balanza de pagos corresponden a las del cuadro 5 de la segunda sección, con excepción de las cifras de deuda externa, que han sido modificadas para reflejar las metas de servicio de la deuda externa establecidas en el cuadro 17.

15 Las sillas con mayor poder de voto en ambas instituciones, con excepción de Arabia Saudita y Rusia, corresponden a los países miembros del Club de París.

nes son, por lo tanto, muy conservadoras al tratar las reestructuraciones del Club de París.¹⁶

- El Club de París reprograma vencimientos corrientes de principal e intereses a lo largo de un período determinado (generalmente equivalente a la duración del acuerdo vigente con el FMI) de deudas contraídas antes de la fecha de corte (*cut-off date*). En el caso de Perú, la fecha de corte se situó en 1983, de tal manera que los vencimientos pendientes de reestructuración en 1996 y en adelante son de baja cuantía. Esto limita el nivel de alivio otorgado por el Club de París según la metodología vigente.

En el primer semestre de 1996, al vencer el convenio actualmente vigente con el FMI y una vez aprobado uno nuevo, se volverá a renegociar la deuda bilateral en el marco del Club de París. En esa ocasión deberá plantearse la necesidad de adoptar esquemas de reducción del acervo de la deuda para países de ingresos medios altamente endeudados, tal como lo ha adoptado el Club de París para los países de bajos ingresos (Términos de Nápoles). Habrá que trabajar intensamente en este campo desde principios de 1995.

En este contexto, el primer paso para lograr una buena negociación con el Club de París es demostrarle al FMI las dificultades de pago, en particular desde el punto de vista fiscal. El objetivo específico en este caso es que las cifras oficiales del FMI muestren las restricciones de pago del fisco peruano en el corto y en el mediano plazo.

En virtud de que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) recientemente concluyó satisfactoriamente los acuerdos bilaterales derivados de la minuta del Club de París de 1993, debería aprovecharse el año 1995 para preparar el terreno bilateralmente y mostrar a los países acreedores la verdadera situación fiscal del Perú.

Mientras tanto, es conveniente no endeudarse más con los países del Club de París, específicamente con préstamos de agencias aseguradoras de crédito a la exportación, que resultan excesivamente caros para países altamente endeudados.

Finalmente, deberá continuarse la aplicación de los canjes de deuda bilateral para su uso en proyectos sociales y ambientales (véase el anexo 1 para más detalles).

b) Europa Oriental y China Popular

Con algunos de estos acreedores, tales como la ex Yugoslavia y la ex Checoslovaquia, debe documentarse fehacientemente la sucesión de los acreedores con el fin de garantizar que no habrá reclamos posteriores de algunas de la repúblicas no representadas.

Existe además un delicado problema respecto a la tasa de cambio de la deuda denominada en rublos, pues la Federación Rusa insiste en aplicar el tipo de cambio vigente al momento de firmar la operación (60 a 70 kopecs por dólar de Estados Unidos, comparado con 4,230 rublos por dólar de Estados Unidos al 28 de febrero de 1995). Es indispensable resolver el problema del tipo de cambio antes de iniciar las negociaciones. Para ello es recomendable ponerse en contacto con otros deudores de la Federación Rusa y discutir este problema, común para todos.

Aunque será difícil obtener una condonación parcial de esta deuda, es posible proponer soluciones tales como pagar el total adeudado con un bono cupón cero a 25 años. También se podría considerar pagar parte de estas deudas con acreencias del Perú. Se recomienda extinguir estas deudas.

c) América Latina

Existe consenso alrededor de la idea de que es conveniente respetar los acuerdos con ALADI

16 Es muy difícil que el Club de París otorgue un alivio mayor que el indicado como necesario en la balanza de pagos contenida en el acuerdo vigente con el FMI.

mencionados en la primera sección, de tal manera que la política adecuada es pagar a medida que ocurren los vencimientos. Podría considerarse también la posibilidad de hacer préstamos a los países acreedores del Perú —convertirse en acreedor— para lograr una compensación de las corrientes de intereses. Esta, además, podría ser una inversión de reservas rentable, ya que estos préstamos devengan tasas de interés de mercado.

Banca comercial. La mejor opción para reducir la deuda externa con la banca comercial es el Plan Brady. Es un esquema sobre el cual hay consenso internacional; es un mecanismo aceptado por los acreedores, las opciones financieras efectivamente producen una reducción de la deuda y de su servicio, y el Perú cumple con las condiciones previas para acceder a este plan (véase recuadro al respecto más adelante). En la siguiente sección se detallan los pasos que deberían darse para obtener el mayor provecho de una negociación con la banca comercial en el marco de un Plan Brady.

Proveedores. La deuda con proveedores, cuyo principal ascendía a casi US\$1,500 al 31 de diciembre de 1993 (véase el cuadro B), no ha sido examinada en detalle en este documento. Los factores a tomar en cuenta en las negociaciones con proveedores dependen de las circunstancias específicas de cada acreedor y de los intereses que tiene el gobierno del Perú en mantener relaciones con ellos. Esto contrasta con las negociaciones con la banca comercial y con el Club de París, en las cuales los términos se aplican por igual a todos los acreedores. Por ejemplo, en dos ocasiones se ha utilizado el canje de deuda por privatización. Si el precio implícito que ha recibido el Estado por estos títulos —que no ha sido dado a conocer al público— implica una reducción significativa, sería conveniente continuar con estos canjes. Una alternativa sería pagar a los proveedores con un bono cupón cero de largo plazo.

4. NEGOCIACIONES CON LA BANCA COMERCIAL EN EL MARCO DE UN PLAN BRADY

4.1. Preparación

La fase preparatoria para entrar en un proceso de negociación de la deuda con la banca comercial debe ser exhaustiva. En el caso peruano se recomienda poner énfasis en los siguientes temas:

Cálculo de intereses atrasados

Desde hace algunos años, los saldos oficiales de la deuda externa se publican incluyendo, en la cifra global, intereses atrasados (*past due interest*, PDI) y cargos por mora. Se recomienda recalcular los intereses atrasados a las tasas corrientes históricas (sin penalidades) y suprimir los cargos por mora. La razón por la cual se recomienda eliminar los intereses moratorios del cálculo es que en los acuerdos Brady de otros países se han incluido los intereses atrasados en la negociación a tasas contractuales no moratorias. Debe prepararse un nuevo conjunto de cuadros, y explicar el cambio a los organismos financieros internacionales.

De la misma manera, y como consecuencia de lo anterior, deben redefinirse los parámetros sobre los cuales se calcula el precio de los títulos peruanos en el mercado secundario. Actualmente, el precio de US\$0.48 por cada dólar de deuda se refiere a cada dólar de deuda contenido en el saldo de US\$6,500 millones de principal, intereses atrasados y cargos moratorios adeudados a la banca comercial. El 47 por ciento de los US\$6,500 millones mencionados es principal, de tal manera que el precio de los documentos peruanos es de 23 centavos de dólar para principal y 25 centavos de dólar para los intereses atrasados.¹⁷

17 Luego de concluido este trabajo, el Ministro Jorge Camet anunció el 18 de abril de 1995 que, luego de efectuada la conciliación de cifras, la deuda con la banca comercial asciende a US\$3,800 millones, de los cuales US\$3,150 millones corresponden a la deuda de mediano plazo y US\$650 millones a la de corto plazo. También indicó que "a ello hay que agregarle los intereses que no es una cifra conciliable sino negociable" (Gestión, 19/4/95).

Conciliación de cifras

La conciliación de cifras para calcular con exactitud las obligaciones del Perú con la banca comercial debe hacerse cuando estén por finalizar las negociaciones. El ejercicio consiste en cotejar las sumas de deuda elegible que aparecen en los libros de los bancos con las cifras del Banco de la Nación (como banco agente del gobierno) y del Banco Central de Reserva. En caso de discrepancia, se recomienda nombrar un árbitro aceptado por las dos partes. El ejercicio se hace al final de la negociación para saber a cuáles bancos o entidades financieras se les debe pagar al momento de cerrar la operación de reducción de la deuda y su servicio.

Antes de comenzar las negociaciones, sin embargo, es importante formarse una idea a grandes rasgos de los grupos que conforman el universo de bancos. Con ello se pueden predecir los intereses de estas entidades en esta negociación, determinar cuántos y en qué porcentaje han castigado deudas, y a cuáles regulaciones internas están sometidos. Por ejemplo, bancos *money center* como Citibank, Bank of America o Chase Manhattan Bank pueden estar interesados en que la negociación de la deuda produzca bonos que podrían utilizar en hacer negocios locales. Por lo tanto, podrían oponerse a una recompra masiva. Los bancos regionales de los Estados Unidos, los bancos cuyos países anfitriones les han obligado a tomar pérdidas por préstamos malos, y especuladores (entre los cuales deben contarse participaciones silenciosas de individuos peruanos que han comprado títulos de la deuda tras el escudo de una institución financiera internacional) estarían más interesados en una opción que les pague en efectivo: una recompra.

El conocimiento de los intereses subyacentes de los acreedores en una negociación como ésta es relevante porque permite no sólo diseñar un menú que sea aceptable a los bancos y a la vez que sea realista desde el punto de vista nacional, sino también controlar los resultados hasta donde sea posible (debe recordarse que tanto la participación de los bancos como la selección de opciones del menú es volunta-

ria en una operación de reducción de la deuda y su servicio).

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DEL PLAN BRADY

Los instrumentos financieros para reducir la deuda externa y su servicio dentro del Plan Brady son conocidos:

- **recompra** de deuda a un porcentaje de su valor facial, como por ejemplo pagar 15 centavos por cada dólar de deuda;
- canjear deuda vieja por deuda nueva con un descuento (**bonos con descuento**), como por ejemplo cambiar un papel que vale un dólar por otro que vale 60 centavos y que se pagará en 30 años con una tasa de interés de mercado.
- canjear deuda vieja por deuda nueva a la par con una tasa de interés reducida (**bonos a la par**), como por ejemplo cambiar un papel que vale un dólar por otro que vale un dólar, pero con una tasa de interés fija del 3 por ciento.

La combinación de estos instrumentos, y las garantías que los puedan hacer más atractivos –garantizar un año de intereses, colateralizar el principal o hacer un pago inicial– deben determinarse de acuerdo con el financiamiento disponible, por un lado, y con la capacidad de pago por otro. Además, estos instrumentos se pueden sofisticar de acuerdo con la evolución de las negociaciones particulares de cada caso.

Establecimiento de objetivos claros y cuantificables

El resultado más inmediato e importante de la operación de reducción de deuda externa con la banca comercial desde el punto de vista del deudor se mide en función de dos variables: los recursos requeridos al inicio de la operación (garantías, recursos para recompra, pagos iniciales de PDI) y servicio de la deuda resultante de toda la operación.

El Perú debe definir con anticipación su disponibilidad de recursos –propios o prestados–

para aportar al inicio de la operación.¹⁸ Además, debe determinar el servicio de la deuda compatible con sus posibilidades fiscales y de balanza de pagos en el mediano plazo —incluyendo consideraciones a demandas sociales, pago a otros acreedores, y pagos de pensiones (cédula viva y bonos de reconocimiento).¹⁹ Los ejercicios presentados en la segunda sección pueden servir de base para realizar diversos escenarios de simulación.

Las cifras sobre disponibilidad inicial de recursos y servicio de la deuda deben sostenerse a lo largo de la negociación y utilizarse como la línea que divide lo negociable de lo que no lo es. Por ello, estos cálculos deben hacerse con responsabilidad y realismo, pues no solamente determinarán el resultado de la operación, sino también los montos que pagará el Tesoro público durante los próximos 25 o 30 años por concepto de servicio de la deuda externa.

Preparación de la propuesta

La propuesta que inicie las negociaciones de la deuda debe ser presentada por el Perú, y debe ser sencilla, considerando las tres opciones básicas del Plan Brady. No debe invertirse tiempo en diseñar una propuesta demasiado complicada, tratando de incorporar todas las sofisticaciones que se presentan en los casos de otros países: los bancos se encargan de incorporar los detalles que son importantes para ellos desde el punto de vista contable y de regulaciones bancarias.

Desde el principio deben establecerse claramente los intereses de parte del deudor. Por ejemplo, el Perú puede determinar que los intereses atrasados (PDI) se tratarán como parte integral de toda la deuda y que no se harán

pagos iniciales de estas sumas, pues esto obedece al concepto de que la readecuación de la deuda externa (incluyendo el PDI) es un problema de mediano plazo, y no un simple caso de iliquidez de corto plazo.

Suspensión de canjes de deuda por privatización

La naturaleza de la deuda con la banca comercial hace que el proceso de negociación sea complejo y de mucho cuidado, ya que no deben crearse expectativas que luego no se puedan cumplir. Debe tenerse presente, además, que la mayoría de los acreedores han pasado esta deuda por pérdidas, de tal manera que cualquier aumento artificial en el precio de estos documentos en el mercado secundario beneficiará sólo a algunos tenedores. Por lo tanto, el clima de negociación y las decisiones que se tomen durante el proceso deben desestimular la especulación.

La apertura y anuncio del esquema de canje de deuda por privatización es un ejemplo de una decisión que podría haber fomentado la especulación. A pesar de que en ninguna de las operaciones realizadas hasta la fecha se han aceptado títulos de la banca comercial, el solo hecho de que su uso esté permitido podría haber aumentado el precio de estos documentos en el mercado secundario (como se mencionó anteriormente en la tercera sección de la primera parte, en las privatizaciones de la mina de Tintaya y la refinería de zinc de Cajamarquilla no se usaron títulos de la banca comercial sino de los proveedores). La evolución histórica del precio de la deuda peruana en el mercado secundario muestra que el precio aumentó desde octubre de 1993, fecha en la que se anunció el programa de canje de deuda por privatización.²⁰

18 Debe recordarse que los recursos disponibles para financiar operaciones de reducción de la deuda en los organismos internacionales son préstamos a tasas ordinarias que en los últimos años han estado sobre la tasa de mercado.

19 En el documento *Perú: Public Expenditure Review, Report No. 13190-PE, The World Bank, Washington D.C. October 31, 1994* se establece que las obligaciones derivadas de pago de pensiones no están financiadas en el presupuesto nacional. Estas obligaciones deberían ser prioritarias en la asignación de fondos superavitarios, como por ejemplo, las ganancias por la venta de empresas públicas.

20 Luego de terminado este trabajo se realizó la privatización del Banco Continental. En esta privatización se estipuló que US\$60 millones del precio de venta serían pagados con papeles de la deuda. El ganador de la subasta, el Banco Bilbao y Vizcaya, indicó que no había comprado papeles de la deuda con anterioridad. El Comité de la Deuda Externa, en

FINANCIAMIENTO DE LOS ORGANISMOS INTERNACIONALES PARA LAS OPERACIONES DE REDUCCION DE LA DEUDA CON LA BANCA COMERCIAL

Las condiciones establecidas para el acceso a los recursos de los organismos financieros internacionales para una operación de reducción de la deuda y su servicio son:

- que existan políticas macroeconómicas y estructurales adecuadas (preferiblemente un programa de mediano plazo apoyado con recursos de los mismos organismos internacionales)
- que existan posibilidades en el mercado para llevar a cabo las operaciones de reducción de deuda
- que se determine que se le está dando un uso eficiente a los recursos en cada caso

Las facilidades creadas para el financiamiento de las operaciones de reducción de deuda son:

Fondo Monetario Internacional

Set Aside: los países podrán dedicar hasta un 25 por ciento de su acceso a los recursos del Fondo bajo los acuerdos presentes para financiar reducción de principal (recompras en efectivo o compra de bonos para garantizar el principal)

Acceso adicional: los países tendrán acceso hasta por un 40 por ciento adicional de su cuota para garantizar el pago de intereses en el contexto de operaciones de reducción de deuda o de reducción del servicio de la deuda

- el desembolso se hará de acuerdo con el programa de desembolsos contemplado en el acuerdo original, pudiendo modificarse si el acuerdo con la banca comercial lo requiere
- el Directorio Ejecutivo de la institución deberá conocer los detalles de la transacción antes de aprobar el desembolso
- la operación de reducción de deuda deberá garantizar una reducción sustancial de la deu-

da que contribuya a la viabilidad externa del país

- la operación deberá ser voluntaria para la banca comercial y basada en el mercado.
- la determinación del monto se hará de acuerdo con las necesidades de balanza de pagos y los esfuerzos del país para contribuir al financiamiento de la operación

Banco Mundial

Dos facilidades similares fueron creadas en el Banco Mundial: el *set aside*, por el equivalente a un 25 por ciento del programa de préstamos de ajuste o un 10 por ciento del programa global de préstamos, y el acceso adicional, por el equivalente de hasta un 15 por ciento del programa global de préstamos. La condicionalidad para el uso de estos recursos, así como su desembolso, son similares a los establecidos por el Fondo Monetario Internacional.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

El BID también creó sus facilidades de reducción de deuda: el *set aside* por el equivalente a un 10 por ciento del programa de préstamos de ajuste o un 15 por ciento del programa global de préstamos, y el acceso adicional, por el equivalente de hasta un 15 por ciento del programa global de préstamos. La condicionalidad para el uso de estos recursos es similar a la establecida por el Fondo Monetario Internacional.

A solicitud de varios países, pero en particular en atención a las necesidades financieras de Brasil, los lineamientos para el otorgamiento de créditos para la reducción de la deuda externa y su servicio fueron modificados en las tres instituciones en 1994 para permitir un uso indistinto entre el *set aside* y el acceso adicional: la suma global puede utilizarse en su totalidad para reducción del principal o para garantizar intereses.

Considerando que el precio del mercado secundario es un elemento que se toma en cuenta al momento de negociar los precios de las diferentes opciones de una propuesta dentro del Plan Brady, es recomendable suspender los canjes de deuda por privatización o por cualquier otro uso que se les desee dar hasta después de alcanzado un acuerdo con los bancos. De esta forma, se removerían distorsiones en el precio de los títulos en el mercado secundario, que hasta el momento presenta montos artificialmente altos. La suspensión de este mecanismo durante el tiempo que dure la negociación probablemente no afectaría los programas de privatización del gobierno.

4.2. Negociación

Cada negociación con la banca comercial tiene sus características particulares. No obstante, el Perú tiene la ventaja de ser uno de los últimos países en participar del Plan Brady, lo que le permite beneficiarse de la experiencia de aquellos países que aprendieron de sus errores.²¹ Algunas de estas recomendaciones se resumen a continuación.

- Defender el esfuerzo de estabilización y crecimiento de los últimos años no como una coyuntura que aumenta las posibilidades de pago sino como la cuota de compromiso del Perú.
- Buscar alianzas en organismos internacionales y gobiernos amigos, y mantenerlos informados de la evolución de los acontecimientos.
- Aprovechar las circunstancias nacionales e internacionales.
- Dar la batalla en el mismo terreno en que la dan los bancos: cifras fiscales, proyecciones de balanza de pagos. Demostrar que no se

puede pagar por razones económicas y financieras.

- Evitar la confrontación sin perder la firmeza.
- Lograr que el concepto de capacidad de pago no sea un concepto vacío sino un criterio operativo.
- Mantener a los bancos a la defensiva.
- No poner en tela de juicio que hay buena voluntad para llegar a una solución del problema mutuo.
- De vez en cuando consultar con superiores de los funcionarios que asisten a las reuniones del comité de bancos en reuniones informales.

4.3. Simulación de un Plan Brady para el Perú

Se realizó un ejercicio de simulación para medir los posibles resultados de un esquema Brady para el Perú. Los supuestos generales se muestran en la sección Memorándum Items de los resultados adjuntos. Los supuestos específicos se detallan a continuación.

Supuestos

La deuda elegible (o deuda base) es el principal de la deuda de mediano y largo plazo, los intereses atrasados calculados a tasas no moratorias, y la deuda de corto plazo. (Las cifras utilizadas corresponden a los datos del BCR de diciembre de 1993 de la deuda de mediano y largo plazo presentadas en el cuadro B de la primera parte en vista de que no fue posible obtener ni cifras desagregadas ni la estimación de la deuda de corto plazo. La cifra de intereses atrasados -PDI- de los cuadros 19, 20 y 21 a continuación corresponde a la suma de intereses atrasados e intereses de mora del cuadro B, pues no se cuenta con los elementos para el

coordinación con el CEPRI del Banco Continental, estableció el precio al que serán aceptados los papeles (si bien no se ha hecho público este precio, aparentemente es el promedio de su cotización en el mercado secundario en los meses anteriores a la privatización) y, luego que el Banco Bilbao y Vizcaya presente los títulos respectivos, decidirá cuales de ellos califican y serán aceptados. En caso los títulos presentados no lleguen a cubrir los US\$60 millones, el ganador de la subasta pagará la diferencia en efectivo o mediante la ejecución de una carta fianza que presentó al CEPRI.

21 Ser uno de los últimos países en negociar su deuda con la banca comercial dentro del Plan Brady también tiene la ventaja de que no sienta precedentes para ningún otro deudor. El equipo negociador debería aprovechar este argumento para ser creativo en su propuesta.

recálculo de los intereses moratorios a tasas corrientes).

DEFINICIONES

Financiamiento inicial: financiamiento para la recompra en efectivo, las garantías (bono cupón cero para principal y fondo para garantía de intereses) y los pagos iniciales de intereses atrasados.

Servicio total: el servicio de la deuda de los bonos derivados de la operación, así como de los préstamos en que se ha debido incurrir para el financiamiento inicial.

Total deuda nueva: nueva deuda en bonos Brady, conjuntamente con el monto del financiamiento inicial.

Reducción de la deuda: es el porcentaje de la deuda original (principal más intereses) que representa la deuda nueva.

Reducción del servicio de la deuda: es el porcentaje del servicio de la deuda contractual (el saldo de la deuda original multiplicado por la tasa de interés de mercado) que representa el servicio de la deuda nueva.

Se prepararon varios escenarios de un posible menú, que a su vez reflejan distintas formas en que este menú puede combinarse.²² La opción 1 supone que los fondos requeridos al inicio de la transacción son prestados en su totalidad; la opción 2 asume que estos recursos son propios, y la opción 3 supone que 50 por ciento del financiamiento inicial es prestado y 50 por ciento es propio (la versión ampliada de cada una de estas opciones se presenta en el anexo 2).

A continuación se describen los supuestos específicos y el análisis de los resultados para cada una de estas opciones.

- En la versión base, recompra a 15 centavos por cada dólar de principal y de PDI vinculado (no se aceptan cupones sueltos de PDI); en la versión pesimista, recompra a 20 centavos por cada dólar de principal y de PDI vinculado.
- Bono a la par con una tasa de interés fija del 4.5 (puede ser una tasa baja inicial y un escalonamiento hasta llegar a una tasa por debajo de mercado), pago de principal *bullet* (un solo pago al final del período) a 30 años, colateral de 100 por ciento del principal con bono cupón cero a 30 años, y garantía de intereses de 12 meses renovable cada año.²³
- Bono con un descuento de 45 por ciento y una tasa de interés de LIBOR+13/16, pago de *principal bullet* a 30 años, colateral del 100 por ciento del principal con un bono cupón cero a 30 años, y garantía de intereses de 12 meses renovable cada año.
- Intereses atrasados (PDI): pago inicial de 3 por ciento, repago en 20 años sin gracia con pagos alicuotas, tasa de interés de LIBOR+13/16.
- Los canjes de deuda por naturaleza, por proyectos sociales, por privatización o por cualquier otro uso son parte del acuerdo, para lo cual se utilizarán los títulos derivados de esta transacción.

22 La diferencia entre la versión base y la versión pesimista es el precio de la recompra: en la primera se hace a 15 centavos por dólar de principal y de PDI vinculado y en la segunda se hace a 20 centavos por dólar de principal y de PDI vinculado.

23 El bono cupón cero es un instrumento financiero de largo plazo en el que los intereses anuales se capitalizan sobre la inversión inicial para alcanzar el valor futuro deseado en el plazo establecido. Los bonos cupón cero emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos se han utilizado en algunas de las operaciones del Plan Brady para garantizar el principal con una inversión inicial pequeña (el valor presente, es decir, la inversión inicial, está determinado por el plazo y la tasa de interés). La garantía de intereses es un fondo depositado en un banco no comercial internacional –un banco central, un banco multilateral– que, de no usarse en un año dado, puede utilizarse al año siguiente, y así sucesivamente hasta culminar el plazo del bono.

Cuadro 19
PERU: OPERACION DE REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA COMERCIAL
(millones US\$)

Opción 1: Supone que el financiamiento inicial es prestado.

VERSION BASE		Porcentajes de participación de cada instrumento					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.15	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
RESULTADOS							
Total financiamiento inicial		753.3	808.1	836.7	878.4	920.1	961.8
Servicio total		428.5	370.3	341.8	298.4	255.0	211.6
Total deuda nueva		5728.3	4949.8	4567.9	3987.8	3407.6	2827.4
Reducción de la deuda (%)		20.9%	31.7%	37.0%	45.0%	53.0%	61.0%
Reducción del servicio de la deuda (%)		18.4%	29.5%	34.9%	43.2%	51.5%	59.7%
VERSION PESIMISTA							
		Porcentajes de participación de cada instrumento					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.20	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
RESULTADOS							
Total financiamiento inicial		825.8	928.8	981.6	1059.6	1137.5	1215.4
Servicio total		433.9	379.4	352.6	312.0	271.3	230.7
Total deuda nueva		5800.8	5070.4	4712.9	4168.9	3625.0	3081.0
Reducción de la deuda (%)		19.9%	30.0%	35.0%	42.5%	50.0%	57.5%
Reducción del servicio de la deuda (%)		17.4%	27.8%	32.9%	40.6%	48.4%	56.1%
MEMORANDUM ITEMS							
Tasa de interés de mercado (LIBOR + 1%)		7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
Tasa de interés de financiamiento nuevo para recompra y bono cupón cero		7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Tasa de interés bono cupón cero		7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Comisión de cuenta <i>escrow</i>		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Fondo de garantía de intereses (meses)		12	12	12	12	12	12
Saldo de la deuda con la banca comercial		3800	3800	3800	3800	3800	3800
Intereses atrasados (PDI)		3446	3446	3446	3446	3446	3446
Pago inicial de PDIs		5%	5%	5%	5%	5%	5%
Plazo PDI (años)		20	20	20	20	20	20

Notas:

- 5% del PDI no recomprado se paga al inicio y el resto en 20 años con una tasa de interés de LIBOR +1%.
- Bono cupón cero a 30 años para principal, y una garantía de interés de 12 meses.
- Supone una participación del 100 por ciento (no hay *free riders*).

Cuadro 20
PERU: OPERACION DE REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA COMERCIAL
(millones US\$)

Opción 2: Supone que el financiamiento inicial se hace con recursos propios.

VERSION BASE		<i>Porcentajes de participación de cada instrumento</i>					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.15	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%

RESULTADOS

Total financiamiento inicial	753.3	808.1	836.7	878.4	920.1	961.8
Servicio total	381.7	317.8	286.3	238.6	190.8	143.1
Total deuda nueva	4975.0	4141.7	3731.2	3109.4	2487.5	1865.6
Reducción de la deuda (%)	31.3%	42.8%	48.5%	57.1%	65.7%	74.3%
Reducción del servicio de la deuda (%)	27.3%	39.5%	45.5%	54.6%	63.7%	72.8%

VERSION PESIMISTA

		<i>Porcentajes de participación de cada instrumento</i>					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.20	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%

RESULTADOS

Total financiamiento inicial	825.8	928.8	981.6	1059.6	1137.5	1215.4
Servicio total	381.7	317.8	286.3	238.6	190.8	143.1
Total deuda nueva	5800.8	5070.4	4712.9	4168.9	3625.0	3081.0
Reducción de la deuda (%)	19.9%	30.0%	35.0%	42.5%	50.0%	57.5%
Reducción del servicio de la deuda (%)	27.3%	39.5%	45.5%	54.6%	63.7%	72.8%

MEMORANDUM ITEMS

Tasa de interés de mercado (LIBOR + 1%)	7.3%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
Tasa de interés de financiamiento nuevo para recompra y bono cupón cero	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Tasa de interés bono cupón cero	7.5%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Comisión de cuenta <i>escrow</i>	0.5%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Fondo de garantía de intereses (meses)	12	12	12	12	12	12
Saldo de la deuda con la banca comercial	3800	3800	3800	3800	3800	3800
Intereses atrasados (PDI)	3446	3446	3446	3446	3446	3446
Pago inicial de PDIs	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Plazo PDI (años)	20	20	20	20	20	20

Notas:

- 5% del PDI no recomprado se paga al inicio y el resto en 20 años con una tasa de interés de LIBOR + 1%.
- Bono cupón cero a 30 años para principal, y una garantía de interés de 12 meses.
- Supone una participación del 100 por ciento (no hay *free riders*).

Cuadro 21
PERU: OPERACION DE REDUCCION DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA COMERCIAL
(millones US\$)

Opción 3: Supone que el financiamiento inicial se hace 50 por ciento con recursos propios y 50 por ciento con recursos prestados.

VERSION BASE		Porcentajes de participación de cada instrumento					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.15	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%

RESULTADOS

Total financiamiento inicial	753.3	808.1	836.7	878.4	920.1	961.8
Servicio total	405.1	344.0	314.0	268.5	222.9	177.4
Total deuda nueva	5351.6	4545.7	4149.6	3548.6	2947.5	2346.5
Reducción de la deuda (%)	26.1%	37.3%	42.7%	51.0%	59.3%	67.6%
Reducción del servicio de la deuda (%)	22.9%	34.5%	40.2%	48.9%	57.6%	66.2%

VERSION PESIMISTA

VERSION PESIMISTA		Porcentajes de participación de cada instrumento					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Recompra	\$0.20	20%	33%	40%	50%	60%	70%
Bonos a la par	4.50%	40%	33%	30%	25%	20%	15%
Bonos con descuento (descuento)	45.00%	40%	33%	30%	25%	20%	15%

RESULTADOS

Total financiamiento inicial	825.8	928.8	981.6	1059.6	1137.5	1215.4
Servicio total	407.8	348.6	319.5	275.3	231.1	186.9
Total deuda nueva	5800.8	5070.4	4712.9	4168.9	3625.0	3081.0
Reducción de la deuda (%)	19.9%	30.0%	35.0%	42.5%	50.0%	57.5%
Reducción del servicio de la deuda (%)	22.4%	33.7%	39.2%	47.6%	56.0%	64.4%

MEMORANDUM ITEMS

Tasa de interés de mercado (LIBOR + 1%)	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%	7.25%
Tasa de interés de financiamiento nuevo para recompra y bono cupón cero	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%
Tasa de interés bono cupón cero	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Comisión de cuenta <i>escrow</i>	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Fondo de garantía de intereses (meses)	12	12	12	12	12	12
Saldo de la deuda con la banca comercial	3800	3800	3800	3800	3800	3800
Intereses atrasados (PDI)	3446	3446	3446	3446	3446	3446
Pago inicial de PDIs	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Plazo PDI (años)	20	20	20	20	20	20

Notas:

- 5% del PDI no recomprado se paga al inicio y el resto en 20 años con una tasa de interés de LIBOR + 1%.
- Bono cupón cero a 30 años para principal, y una garantía de interés de 12 meses.
- Supone una participación del 100 por ciento (no hay *free riders*).

Análisis de la opción 1

Esta opción muestra, en la versión base, que la combinación de 60 por ciento de recompra y 20 por ciento para cada uno de los bonos logra una reducción de más del 50 por ciento de la deuda con la banca comercial. Este menú requiere recursos iniciales por US\$920.1 millones y genera un servicio de la deuda (incluyendo el servicio de los recursos iniciales) de US\$255 millones anuales.

La versión pesimista muestra que si el Perú pagase 5 centavos más por cada dólar recomprado, es decir US\$0.20, los recursos requeridos inicialmente aumentan en casi US\$200 millones y el servicio de la deuda se incrementa en alrededor de US\$15 millones en relación con la versión base.

Análisis de la opción 2

La comparación de esta opción, en la cual se utilizarían recursos propios (reservas internacionales) para financiar el costo inicial de la operación de reducción de deuda, muestra las posibles ventajas de no endeudarse con los organismos financieros internacionales para cubrir el costo inicial de un Plan Brady. En efecto, si en la versión base se considera un 60 por ciento de recompra y 20 por ciento para cada uno de los tipos de bonos, el servicio de la deuda se reduce de US\$255 millones anuales cuando todos los recursos iniciales son prestados, a sólo US\$190.8 millones anuales cuando se financia todo el costo inicial con recursos propios; además, el porcentaje de reducción de deuda aumenta del primer caso de 50 por ciento a 65.7 por ciento. Estas diferencias se mantienen para la versión pesimista.

Sin embargo, si bien se reduce el servicio y el monto de la deuda, sería necesario utilizar más de US\$ 900 millones de dólares de reservas en la versión base (recompra al 15 por ciento) y más de US\$ 1,100 millones en el caso de la versión pesimista (recompra al 20 por ciento), lo cual implica un costo de oportunidad no sólo financiero sino de un uso alternativo de estas reservas.

Análisis de la opción 3

Esta opción, que considera que la mitad de los recursos necesarios para cubrir el costo inicial del Plan Brady son prestados de organismos internacionales (FMI, BID, Banco Mundial) y la otra mitad provienen de recursos propios (reservas), muestra que -siguiendo con el caso de 60 por ciento de recompra y 20 por ciento para cada tipo de bono- el servicio de la deuda sería de US\$ 222.9 para la versión base y de US\$ 231 para la versión pesimista. Aún así se podría lograr una reducción de deuda de casi 60 por ciento en la versión base y de 50 por ciento en la versión pesimista.

Esto indica que es posible combinar el uso de recursos propios con préstamos de organismos internacionales para lograr resultados que, sin disminuir excesivamente el nivel de reservas, permitan reducir significativamente el acervo y el servicio de la deuda con la banca comercial. También sería posible considerar otras combinaciones de uso de recursos propios y de préstamos para financiar la operación de reducción de deuda.

Evaluación de opciones adicionales

Las tres opciones presentadas a manera de ilustración en los cuadros anteriores, cada una con una versión base y una versión pesimista, y con variantes respecto a los porcentajes de recompra de deuda, de bonos a la par y de bonos con descuento, indican la amplia gama de resultados que se pueden obtener de una negociación de la deuda comercial en el marco de un Plan Brady. Sin embargo, también es posible introducir algunas variaciones para considerar, entre otras cosas, escalas variables para el pago de los intereses atrasados, una concentración de los pagos de intereses atrasados en los primeros años, eliminación de uno de los tres elementos de un Plan Brady (por ejemplo, Ecuador no tuvo un componente de recompra de la deuda, Costa Rica no tuvo bonos con descuento), y variaciones en la provisión de garantías para los nuevos bonos y el pago de intereses.

Por otra parte, para hacer más realistas y útiles las simulaciones de las opciones, versiones y variantes de negociación sería necesario:

- actualizar los datos empleados, utilizando los resultados de la conciliación de cifras con los bancos para el principal, y cifras de intereses atrasados sin considerar moras y otros recargos;
- las simulaciones efectuadas consideran los componentes convencionales de un Plan Brady, incluyendo un tratamiento diferenciado para el principal y para los intereses atrasados que contempla condiciones más duras para el pago de éstos últimos; podría considerarse un tratamiento uniforme para el principal y los intereses, que redundaría en un menor servicio de la deuda para el Perú;
- considerar la posibilidad de no otorgar garantías para el principal (eliminar el uso de bonos cupón cero), en cuyo caso el repago de los bonos se haría de acuerdo a una tabla de amortización normal, con un período de gracia y pagos de principal distribuidos en el tiempo. Las garantías se utilizan para hacer más atractivos los bonos para los bancos acreedores;
- modificar el monto inicial de pagos por intereses atrasados, que en estas simulaciones se ha definido en el nivel del 5 por ciento;
- estipular un porcentaje mínimo para el componente de recompra de la deuda (que podría fijarse en un 60 por ciento, tal como lo hizo Costa Rica, o en un porcentaje ligeramente menor), sobre todo si se desea reducir el acervo de deuda externa. La existencia de un monto significativo de reservas y las incertidumbres sobre capacidad de pago en el futuro sugieren que esta condición sería atractiva tanto para el Perú como para los acreedores.

Cabe reiterar que estas simulaciones se refieren exclusivamente a la deuda con la banca comercial, tanto de corto como de mediano plazo, y no contemplan ningún otro tipo de deuda.

El detalle con que se ha presentado el caso de la banca comercial ilustra lo que sería posible hacer con simulaciones de estrategias de negociación con otros tipos de acreedores. Los resultados de estas simulaciones deberían ser incorporados a las proyecciones de balanza de pagos y a las proyecciones fiscales, con el fin de examinar el impacto que tienen las reprogramaciones y reducciones de deuda en la economía peruana.

5. CONSIDERACIONES FINALES

Este trabajo ha presentado algunos elementos de juicio para el diseño de una estrategia integral de negociación de la deuda externa peruana. A partir de una revisión de los antecedentes de dicha deuda, de un análisis de los diversos acreedores externos y de la evolución reciente de las relaciones del gobierno peruano con dichos acreedores, se pasó a examinar el impacto de la deuda externa sobre las cuentas externas y la situación fiscal del país. Esto permitió plantear un conjunto de ideas acerca de la capacidad de pago del Perú, algo que el gobierno debe definir en forma detallada y clara como requisito para el diseño de una estrategia de negociación.

Tomando estas consideraciones en cuenta, el trabajo ha presentado algunos elementos principales de una estrategia de negociación integral de la deuda externa, proponiendo el tratamiento que debe darse a cada tipo de acreedor. A título ilustrativo, se ha puesto énfasis en la simulación de varias opciones para la negociación de la deuda con la banca comercial dentro del marco de un Plan Brady.

A manera de recapitulación, es posible hacer una serie de planteamientos que resumen algunos de los principales temas tratados en el presente trabajo.

- El proceso de reinserción financiera del Perú en los mercados internacionales estará incompleto en tanto no se resuelva el asunto de las obligaciones pendientes de pago con la banca comercial, los acreedores de Europa Oriental y los proveedores sin garantía.

Completar las negociaciones con estos acreedores es importante, principalmente debido a los beneficios que podría obtener el Perú en cuanto al acceso al financiamiento externo y a la normalización de sus relaciones con el sistema financiero internacional. Sin embargo, es preciso llegar a acuerdos que sean mutuamente satisfactorios para el Perú y para los acreedores. Sería inconveniente apresurarse a negociar y llegar a acuerdos que no se ajusten a la real capacidad de pago del país y que no puedan ser cumplidos en el futuro mediano.

- De acuerdo a las proyecciones de balanza de pagos presentadas en la segunda parte, si se desea mantener una tasa de crecimiento económico sin recurrir a financiamiento excepcional, bajo cualquier escenario es necesario reducir el acervo y el servicio de la deuda externa. Para asegurar la viabilidad de las cuentas externas es preciso aumentar significativamente las exportaciones tradicionales, especialmente las mineras (que dependen de la maduración de los proyectos de exploración e inversión en ejecución y del sostenimiento de los precios actuales en los mercados de minerales), y las exportaciones no tradicionales. Las proyecciones elaboradas muestran que los crecientes déficit en la balanza comercial podrían ser cubiertos con el ingreso de capitales de corto y largo plazo, hasta que las inversiones en los sectores transables de la economía permitan reducir dichos déficit. De mantenerse el servicio de la deuda externa en los términos contractuales, sin una reducción significativa en el acervo y el servicio de la deuda, la situación cambia radicalmente; los déficit en la balanza de pagos no serían sostenibles e implicarían graves amenazas para la estabilidad del programa de reformas económicas. Entonces, reducir el acervo y el servicio de la deuda externa por un porcentaje al menos cercano a un cincuenta por ciento es un imperativo para la economía peruana. Este estimado es consistente con cálculos

realizados anteriormente en GRADE (véase Paredes y Sachs 1991).

- Aún suponiendo que se logran superar las restricciones de balanza de pagos para la amortización y el servicio de la deuda externa, las limitaciones de carácter fiscal son cruciales para determinar la capacidad de pago del Perú. Aun en el caso de una evolución muy favorable de las cuentas fiscales, la amortización y el servicio de la deuda externa en términos contractuales implicarían déficit del sector público no financiero superiores al 7 por ciento del PBI para todos los años a partir de 1995. Claramente, las restricciones fiscales determinarán en última instancia la capacidad de pago del país.
- Es necesario actualizar permanentemente los estimados de las operaciones fiscales y externas para 1995 y los años siguientes, de forma de hacer un seguimiento continuo de los eventos que pueden afectar la capacidad de pago del Perú. Esto es particularmente importante durante el período en que se negociará con la banca comercial y el Club de París. Entre otras cosas, es necesario examinar el impacto de mediano plazo de eventos tales como la crisis mexicana, el conflicto fronterizo con Ecuador, la devaluación del dólar norteamericano frente al yen japonés y el marco alemán, el financiamiento de la cédula viva (pensiones del sector público) y de los bonos de reconocimiento, y los posibles retrasos en el proceso de privatización y en las inversiones extranjeras comprometidas.²⁴ Estas actualizaciones permitirán mantener un estimado real de la capacidad de pago del Perú.
- En el diseño de una estrategia de negociación de la deuda externa es indispensable establecer los objetivos nacionales que se desean alcanzar. Para esto es necesario tomar en cuenta las circunstancias específicas por las que atraviesa el país, sobre todo en cuanto a las restricciones externas y fiscales, así como los objetivos de desarrollo

24 Entre los eventos que tuvieron lugar después de terminado este trabajo, y cuyo impacto debe ser analizado, se encuentra la reelección del Presidente Alberto Fujimori.

social y crecimiento económico. Debe tomarse en cuenta que los compromisos que se adquieren pueden ser de muy largo plazo (en el caso de un Plan Brady pueden extenderse por 30 años), y que es conveniente buscar un consenso nacional acerca de la estrategia de la deuda que debería contar con el apoyo de los diversos grupos políticos. Más aun, es muy importante que la estrategia de la deuda externa se inserte en el marco de una estrategia más amplia de financiamiento del desarrollo, la cual debe contemplar el papel que jugará el ahorro externo en el desarrollo nacional como complemento del ahorro interno.

- Es preciso definir indicadores que permitan evaluar los avances hacia los objetivos establecidos en la estrategia integral de negociación de la deuda externa. Además de los indicadores referidos a la balanza de pagos y a la situación fiscal, deben utilizarse indicadores de la evolución del perfil de la deuda en el mediano plazo (por ejemplo, relación entre la amortización y el servicio de la deuda y el PBI o las exportaciones). De esta forma, a pesar de algunos signos coyunturales favorables (por ejemplo, existencia de reservas internacionales como producto de las privatizaciones), la consideración de criterios de mediano plazo permitirá establecer metas realistas y ejecutables. De esta forma será posible defender la necesidad de un alivio significativo en el acervo y el servicio de la deuda externa, aun en el caso de una bonanza de reservas.
- Los indicadores cuantitativos deberán demostrar, sin dejar lugar a duda alguna, la imposibilidad de cumplir con el servicio de la deuda en las condiciones pactadas originalmente. Es necesario persuadir a los acreedores de que no se trata de que el Perú no quiere pagar, sino más bien que no puede pagar más de cierto monto, el cual debe establecerse sobre la base de una evaluación realista de la capacidad de pago en el mediano plazo. De nada sirve llegar a acuerdos que no podrán ser cumplidos en el futuro, y que no le convienen ni a los acreedores ni al país.
- La mejor opción para reducir la deuda externa con la banca comercial es el Plan Brady. Es un esquema sobre el cual hay consenso internacional, es un mecanismo aceptado por los acreedores, su aplicación lleva efectivamente a una reducción de la deuda y de su servicio, y el Perú cumple con las condiciones previas para negociar en el marco de un Plan Brady. Sin embargo, es necesario definir cuidadosamente la estrategia peruana y no caer en la tentación de aceptar condiciones a las que hayan llegado otros países en sus negociaciones con la banca comercial. Debe definirse una estrategia específica para el Perú, de acuerdo con sus condiciones actuales -las dificultades que enfrentan la balanza de pagos y la situación fiscal, la existencia de reservas internacionales producto de las privatizaciones, el enorme déficit social que enfrenta el Perú que puede amenazar la estabilidad económica, la necesidad de profundizar las reformas estructurales, entre otras- y que responda a objetivos tales como reducir la deuda y su servicio por lo menos en un 50 por ciento.
- La fase preparatoria para la negociación de la deuda con la banca comercial debería incluir el recálculo de los intereses atrasados, un análisis de las preferencias y objetivos de los distintos grupos de bancos acreedores, la definición de objetivos claros y cuantificables para evaluar las opciones y los resultados de la negociación, la preparación de una propuesta para los bancos y la suspensión de los canjes de deuda por privatización. Los canjes podrían reiniciarse una vez concluidas las negociaciones en el marco de un Plan Brady, utilizando los bonos derivados de las operaciones de reducción de la deuda y su servicio.
- Las simulaciones efectuadas para evaluar los resultados de un Plan Brady indican que sería posible lograr el objetivo de reducir el acervo y el servicio de la deuda en un 50 por ciento como mínimo. A título ilustrativo, una estrategia de negociación que llevaría a buenos resultados establecería: i) un precio de recompra de 15 centavos por dólar de deu-

da para el 60 por ciento de la deuda, incluyendo los intereses atrasados (PDI) vinculados a la deuda recomprada; ii) una tasa de interés de 4.5 por ciento para los bonos a la par que representarían el 20 por ciento de la deuda; iii) un descuento del 45 por ciento para los bonos con descuento que llevaría una tasa de interés de mercado (LIBOR más 1 por ciento, estimada en 7.5 por ciento) y representarían el 20 por ciento restante de la deuda (véase el cuadro 21), y iv) un pago inicial del 5 por ciento del PDI no recomprado, amortizándose el 95 por ciento restante en 20 años, pagos alícuotas, a una tasa de interés de mercado. Con estas condiciones se obtendrían reducciones en el monto y el servicio de la deuda de casi el 60 por ciento, se estaría pagando alrededor de US\$223 millones anualmente, y se necesitarían US\$920 millones iniciales, la mitad de los cuales provendría de préstamos de los organismos internacionales y la otra mitad de recursos propios (reservas).

Por otra parte, si la negociación estableciera: i) un precio de recompra de 20 centavos por dólar para el 20 por ciento de la deuda que sería objeto de recompra; ii) si se mantuviera tasa de

interés de 4.5 por ciento para los bonos a la par que representarían el 40 por ciento de la operación; iii) si se mantuvieran la tasa de interés de mercado (LIBOR más uno) y la misma tasa de descuento (45 por ciento) para los bonos con descuento que representarían el 40 por ciento de la operación; y, iv) si los US\$825 millones iniciales necesarios fueran financiados con préstamos de los organismos internacionales, se obtendría sólo un 20 por ciento de reducción en el monto de la deuda y un 17.4 por ciento de reducción en el servicio, lo que llevaría a un servicio total de la deuda de US\$433.9 millones anuales. A lo largo de los 30 años de vigencia de los bonos esto significaría más de US\$6,000 millones de pagos adicionales sobre la opción descrita anteriormente.

Esto ilustra la necesidad de diseñar cuidadosamente la estrategia de negociación de la deuda con la banca comercial en el marco de un Plan Brady. Debe destacarse que se trata de simulaciones y que es posible introducir un gran número de variantes en estas opciones de negociación. El modelo desarrollado permite evaluar estas opciones y ayuda a escoger lo que sería la mejor estrategia para la negociación de la deuda con la banca comercial.

BIBLIOGRAFIA

- APOYO S.A.
1994 **Agenda Reunión Anual 1994, Servicio de Asesoría Empresarial.** Lima, Perú, setiembre de 1994.
- BACHA, Edmar
1990 *"A three gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries"*. En **Journal of Development Economics**. Elsevier Science Publishers, North Holland, Amsterdam, Volumen 32, 279-296.
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU
1994 **Proyecciones Macroeconómicas; Febrero 1994.** Documento no publicado.
- CHANDUVI, Eduardo y Javier PEREDA
1993 **Club de París: Renegociación de la Deuda Externa Peruana en 1991 y 1993.** Banco Central de Reserva del Perú, Lima.
- STIJN, Claessens, Ishac DIWAN, Kenneth FROOT y Paul KRUGMAN
1990 **Market-Based Debt Reduction for Developing Countries.** Policy and Research Series, 16, The World Bank, Washington D.C., USA.
- COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
1994 **Panorama Económico de América Latina 1994.** Naciones Unidas, Santiago de Chile.
- Diario Gestión
1993 **"Estado peruano fue demandado 57 veces por banca acreedora"**. Lima, Perú, 7 de diciembre.
- DRI/MCGRAW HILL
1994 **World Markets Executive Overview.** McGraw Hill, 2do. trimestre.
- ESCOBAL, Javier y Marco CASTILLO
1994 **Sesgos en la medición de la inflación en contextos inflacionarios: el caso peruano.** Documento de Trabajo 21, GRADE. Lima.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
1987 ***Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs.*** Occasional Paper No. 55, FMI, Washington D.C.
1993 **Principios Básicos de Reestructuración de la Deuda.** Boletín FMI, Washington D.C., agosto.
1994 ***Peru-Staff Report for the 1994 Article IV Consultation, Second Year Program Under the Extended Arrangement, and Reviews of Financing Assurances.*** FMI, EBS/94/137, julio.
- FRENKEL, Jacob, Michael DOOLEY y Peter WICKHAM (editores)
1989 ***Analytical Issues in Debt.*** FMI, Washington D.C.

GILL, Mahinder y Jack BAME

- 1994 *"Balance of Payments Manual Adapts to a Changing World"*. En **Finance and Development**. FMI y Banco Mundial, Washington D.C., Volumen 31, número 1, marzo.

GRUPO DE ANALISIS PARA EL DESARROLLO

- 1994 **La economía peruana durante el segundo trimestre de 1994**. Informe de Coyuntura. Lima, agosto.

HENDRICK, Oscar y Javier PEREDA

- 1993 **Perú: Deuda externa, privatización y estrategia de negociación con la banca comercial**. Documentos de Trabajo, Banco Central de Reserva del Perú. Lima, enero.

HUNT, Shane

- 1988 **Saving and Investment in the Peruvian Economy**. Center for Latin American Development Studies, Boston University. Discussion Paper Series, No. 81, diciembre.

KHAN, Moshin y Malcolm KNIGHT

- 1985 **Fund-Supported Adjustment Programs**. Occasional Paper 41, FMI, Washington D.C., noviembre.

KISIC, Drago y otros.

- 1985 **El Perú y América Latina frente al Club de París**. Centro de Investigaciones de la Universidad del Pacífico. Lima, noviembre.

LAMDANY, R. y John UNDERWOOD.

- 1989 **Illustrative Effects of Voluntary Debt and Debt Service Reduction Operations**. World Bank Discussion Papers, 66, The World Bank, Washington D.C.

LIZANO, Eduardo, Otto KIKUT y Hermógenes ARGUEDAS

- 1989 **Crecimiento Económico y Deuda Externa, Consideraciones sobre el Caso de Costa Rica**. Serie Comentarios sobre Asuntos Económicos, No. 85, Banco Central de Costa Rica, San José, Costa Rica.

MILLS, Atta, CADMAN y Raj NALLARI

- 1992 **Analytical Approaches to Stabilization and Adjustment Programs**. EDI Seminar Paper No. 44, The World Bank, Washington D.C.

MORALES, Raymundo

- Del aislamiento a la reinserción**. Instituto de Economía de Libre Mercado. Lima.

GRENFELL, Morgan

- 1994b *"Perú's Debt: a plea for sobriety"*. En **Emerging Markets Fixed Income Research**. London U.K., setiembre.

- 1994a *"Poland: Evaluating the Brady"*. En **Developing Country Research**. London . U.K., abril.

ORTIZ DE ZEVALLOS, Felipe y Guillermo THORNBERRY

- 1985 **Hipoteca y Rescate. Algunas reflexiones sobre la deuda externa**. Editores Mosca Azul, Lima, abril.