

**POLITICA CAMBIARIA, MONETARIA,
FINANCIERA Y DE DEUDA**

Felipe Larraín, Miguel Palomino,
Jeffrey Sachs, Javier Iguíñiz, Alonso Polar,
Barry Bosworth, Augusto Blacker,
Guillermo Runciman



grade

**POLITICA CAMBIARIA, MONETARIA,
FINANCIERA Y DE DEUDA**

**Felipe Larrain, Miguel Palomino,
Jeffrey Sachs, Javier Iguiniz, Alonso Polar,
Barry Bosworth, Augusto Blacker,
Guillermo Runciman**

GRADE
Lima, julio de 1990

Notas para el Debate/3

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

Julio 1990

Edición: José Peláez Cáceres

A través de las publicaciones de la serie Notas para el Debate, el Grupo de Análisis para el Desarrollo —GRADE— busca difundir los resultados de algunas de sus actividades, como seminarios o conferencias, o productos preliminares de sus estudios. Su propósito es contribuir a la discusión pública sobre alternativas de política económica y social, desde la perspectiva de quienes vienen investigando y reflexionando sobre estos temas.

Las opiniones y recomendaciones vertidas en este documento son responsabilidad de sus autores y no representan necesariamente el punto de vista de GRADE.

CONTENIDO

	Pag.
Presentación	7
Sobre los autores	9
Primera Sesión: Política Monetaria, Cambiaria y Financiera	11
Exposición de Felipe Larraín	11
Exposición de Miguel Palomino	15
Comentarios de Javier Iguíñiz	17
Comentarios de Alonso Polar	18
Comentarios de Barry Bosworth	20
Réplica de Felipe Larraín	21
Réplica de Miguel Palomino	23
Preguntas del público	24
Segunda Sesión: Política de Deuda	27
Exposición de Felipe Larraín	27
Exposición de Jeffrey Sachs	31
Comentarios de Augusto Blacker	32
Comentarios de Guillermo Runciman	34
Réplica de Felipe Larraín	35
Preguntas del público	36

PRESENTACION

El presente documento recoge la exposición y la posterior discusión sobre el tema de las políticas cambiaria, monetaria, financiera y de deuda, llevadas a cabo en el marco de la presentación de un programa de estabilización y crecimiento para el Perú. Dicha presentación se hizo en la ciudad de Lima, los días 18 y 19 de junio de 1990. Los expositores en el área cambiaria, monetaria y financiera del programa fueron los señores Felipe Larraín y Miguel Palomino, miembros del equipo de investigación que desarrolló el proyecto, y el panel de comentaristas estuvo conformado por los señores Javier Iguíñiz, Alonso Polar y Barry Bosworth. En el área de deuda, la exposición estuvo a cargo de los señores Felipe Larraín y Jeffrey Sachs, miembro también este último del equipo de investigación y uno de los directores del proyecto. Los comentarios los realizaron los señores Augusto Blacker y Guillermo Runciman.

El Programa de Estabilización y Crecimiento para el Perú es el resultado de un proyecto conjunto desarrollado por investigadores del Grupo de Análisis para el Desarrollo (GRADE) y del Brookings Institution de Washington. Constituye una propuesta integral de medidas de política económica de corto y mediano plazo, cuyo fin es estabilizar el funcionamiento de la economía peruana para sacarla de la crisis en que se encuentra y llevarla por una senda de crecimiento sostenido.

A partir de un completo diagnóstico de la situación actual de la economía del país, y de la determinación de las causas de la crisis, el programa plantea la aplicación de medidas inmediatas en las áreas monetaria y financiera, fiscal, cambiaria, de precios e ingresos, comercial y de deuda. Asimismo, propone una atención adecuada a la población más pobre del país, que ha sido dramáticamente afectada por el mal manejo de la política económica en años recientes y que no podría continuar soportando los efectos de la crisis y el ajuste. Ya estabilizada la economía nacional, el programa propone políticas que apuntan a dinamizar la actividad productiva, asegurando una asignación eficiente de recursos, un entorno macroeconómico estable, la generación de empleo adecuado y suficiente, la eliminación de la pobreza extrema y la distribución más justa del ingreso entre todos los agentes productivos.

Las políticas cambiaria, monetaria y financiera del programa de estabilización apuntan a cerrar el déficit fiscal, eliminar la hiperinflación, corregir precios relativos, remonetizar la economía, estimular las exportaciones, reconstituir las reservas internacionales y evitar una crisis de balanza de pagos. Para ello se propone en el corto plazo la unificación de los tipos de cambio, una devaluación sustantiva, una fijación temporal del tipo de cambio, y la convertibilidad irrestricta entre la moneda nacional y el dólar. Por su parte, la política monetaria y financiera propuesta para el corto plazo comprende medidas tales como la contracción de la oferta monetaria, el uso de las reservas internacionales como único medio para incrementar dicha oferta, la eliminación de las tasas de interés preferenciales, la implantación de tasas de interés pasivas positivas en términos reales y la disminución de las tasas de encaje, entre otras. Para el mediano plazo se propone salvaguardar la independencia del Banco Central de Reserva en la toma de medidas en estas áreas.

En cuanto al tratamiento de la deuda externa, el programa propone partir de reconocer que en las actuales condiciones la deuda es impagable, por lo cual debe ser reducida de común acuerdo con los acreedores en aproximadamente 50% de su valor. La estrategia, basada en la búsqueda del consenso con los acreedores y en la proyección de una imagen seria hacia el exterior en lo concerniente al manejo macroeconómico, considera tres etapas. Durante la primera se debe obtener un alivio de liquidez mediante la generación de un flujo neto positivo de divisas, en la segunda se debe apuntar a regularizar el cumplimiento de los compromisos con los acreedores, y en la tercera hay que lograr que el Perú vuelva a ser sujeto de crédito. Estos y otros temas vinculados son discutidos en las exposiciones contenidas en el presente documento.

Esta entrega debe ser entendida como un resumen de algunas de las propuestas del Programa, y como tal, contiene obviamente muchas simplificaciones. GRADE considera sin embargo de suma utilidad poner al alcance de los investigadores económicos y del público en general la versión impresa de la exposición, como una forma de difundir los alcances del Programa y propiciar el debate nacional sobre el tema. Versiones impresas de las demás exposiciones hechas en la conferencia están disponibles en documentos similares.

GRADE desea expresar su agradecimiento a todas las instituciones que apoyaron de diversas maneras la realización del proyecto y a las que posteriormente auspiciaron su difusión. Entre las primeras figuran Cooperación Técnica Suiza (COTESU), la Confederación de Instituciones Empresariales Privadas (CONFIEP), la Fundación Ebert, la Brookings Institution, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial. Colaboraron especialmente en la etapa de divulgación de los resultados el Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID), la Fundación Ebert, COTESU y el Programa de la Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

Lima, julio de 1990

POLITICA CAMBIARIA, MONETARIA, FINANCIERA Y DE DEUDA

Expositores: Felipe Larraín
(Catedrático de la Universidad Católica de Chile)

Miguel Palomino
(Economista. Investigador de GRADE. Investigador del grupo APOYO)

Jeffrey Sachs
(Profesor de la Universidad de Harvard. Consultor internacional)

Panelistas: Javier Iguíñiz
(Catedrático de la Universidad Católica del Perú. Investigador principal de DESCO)

Alonso Polar
(Director Gerente de Macroconsult. Ex-Gerente General del Banco Central de Reserva del Perú)

Barry Bosworth
(Investigador de The Brookings Institution)

Augusto Blacker
(Presidente del Consorcio "La Moneda". Consultor privado)

Guillermo Runciman
(Consultor Internacional. Miembro de "Trabajo para el Desarrollo")

PRIMERA SESION: POLITICA MONETARIA, CAMBIARIA Y FINANCIERA

Exposición de Felipe Larraín

Buenos días. Me corresponde presentar la parte de política cambiaria y monetaria de este capítulo que hemos trabajado Jeffrey Sachs, Miguel Palomino y yo. Miguel Palomino se ocupará posteriormente de la parte de política financiera.

Los objetivos de la política cambiaria, monetaria y crediticia se pueden resumir en cinco principales puntos. El primero es conseguir estabilidad macroeconómica frenando la inflación, lo cual llevará a una estabilización de la tasa de crecimiento del PBI, del empleo y de los salarios. En segundo lugar, evitar las crisis en balanza de pagos, siendo necesario para ello un tipo de cambio real estable conseguido en base a disciplina fiscal. En tercer lugar, desarrollar un sector exportador dinámico. El cuarto objetivo es apoyar el aumento del ahorro en el país, y el quinto es incrementar la intermediación financiera (proceso conocido técnicamente como profundización financiera, según un término acuñado por el profesor Ronald McKinnon).

Empezaré por el tema de la política cambiaria. El Perú ha tenido una gran inestabilidad en sus regímenes cambiarios. Aquí se ha probado casi de todo en materia cambiaria y esto, unido a la incertidumbre macroeconómica y a los shocks externos, ha provocado una enorme inestabilidad en el tipo de cambio real, el cual es un indicador de competitividad para el sector transable. Un cálculo hecho por Carlos Paredes indica que el tipo de cambio real ha tenido en el Perú una fuerte variabilidad, superior a la de los casos de Brasil y Colombia, por ejemplo. Hay que recordar que Brasil ha sido un país con un tipo de cambio real muy variable.

¿Cuáles son los problemas que origina un esquema cambiario caracterizado por tipos de cambio múltiples, distintos incluso al interior del conjunto de transacciones comerciales o transacciones en la cuenta de capitales, y además con un significativo mercado negro? En princi-

pio, hay serios problemas administrativos. Es muy difícil administrar un esquema con tipos de cambio múltiples porque los procedimientos son engorrosos, dado que es necesario identificar las transacciones. A veces se producen problemas para identificarlas, pues obviamente los agentes tienden a disfrazar las transacciones de modo que aparezcan como las que tienen acceso a un tipo de cambio más favorable. Esto estimula también algo que es una constante en los esquemas de mucha discrecionalidad: la corrupción.

Los controles cambiarios unidos a regímenes comerciales fuertemente sustitutivos afectan también a las importaciones, deprimiendo artificialmente la demanda por divisas. Al deprimir la demanda por divisas retrasan el tipo de cambio, perjudicando al sector exportador. Muchas veces, para paliar los efectos negativos de los controles y los esquemas cambiarios múltiples sobre dicho sector, los gobiernos otorgan subsidios crediticios y cambiarios, subsidios que a la larga terminan costando mucho y agravando la crisis fiscal del país. Una parte del déficit cuasi-fiscal peruano se explica por los subsidios crediticios que se otorgan a los exportadores.

Otro problema de los tipos de cambio múltiples es que traen consigo, cuando hay discrepancias fuertes entre el dólar del mercado libre y el dólar del mercado oficial, un incentivo muy fuerte a sobrefacturar importaciones y a subfacturar exportaciones, porque de una y otra manera se puede acceder al tipo de cambio más favorable que brinda el mercado negro. La sobrefacturación de importaciones, por ejemplo, permite quedarse con un remanente de divisas que se consiguen al tipo de cambio oficial y que tienen un costo de oportunidad mayor (el que da el mercado paralelo).

Los problemas que hemos mencionado no son más que algunos de los muchos que aparecen en estos esquemas cambiarios múltiples. Nosotros proponemos un esquema cambiario unificado y convertible, esquema cuya principal característica es que sirve de apoyo al

proceso de estabilización. Lo apoya, en primer lugar, porque al eliminar los múltiples tipos de cambio se eliminan las pérdidas que tiene el Banco Central por subsidios cambiarios. En segundo lugar, es un sistema muy simple de administrar. Y en tercer lugar, es un esquema que a largo plazo promueve la eficiencia en la asignación de recursos.

Hay una pregunta que normalmente se plantea ante una propuesta como la nuestra. ¿Estamos hablando de plena convertibilidad para todas las transacciones o solamente de convertibilidad y tipo de cambio único para las transacciones de cuenta corriente (las comerciales), excluyendo así ciertas operaciones de movimiento de capital? Este último esquema se utiliza en muchos países, buscando de esa manera aislar los flujos de capitales especulativos que ocurrirían si existiera acceso irrestricto a las reservas oficiales a través del mercado cambiario. Cualquier movimiento de capital, una fuga especulativa por ejemplo, suele traer consecuencias importantes, pues el Banco Central debe responder, pudiendo provocar una caída importante de reservas que en sí misma se convertiría en un argumento de inestabilidad cambiaria.

En este caso, el problema es más sutil que hablar de tipos de cambio múltiples. La mayor parte de las transacciones, incluso algunas operaciones de la cuenta de capitales tales como pago de deuda e inversión extranjera, tendrían acceso al tipo de cambio oficial. Pero, ¿qué pasaría con algunas transacciones como el movimiento especulativo de un caballero que quiere comprar acciones en la Bolsa de Nueva York o un departamento en Miami? ¿Le va o no a dar plata el Banco Central? La primera reacción es negarse, procurando aislar esos flujos especulativos de capital de los movimientos cambiarios y de la demanda de divisas por motivos comerciales (es importante decir que el FMI promueve la unicidad cambiaria, pero no hay un requerimiento expreso de un sólo tipo de cambio para todas las transacciones, comerciales y movimientos de capital: lo importante es que haya convertibilidad y unicidad en la cuenta corriente). Un esquema cambiario de doble operación cerraría la válvula de escape a

los pesimistas que no creen en el sistema, que se quieren llevar su dinero, aislando un poco a las reservas de los efectos de sus movimientos.

Sin embargo, aun reconociendo las ventajas que puede tener un esquema cambiario dual, creemos que para el caso del Perú de hoy es conveniente la plena convertibilidad, es decir, un sólo tipo de cambio. Este es un asunto hasta cierto punto subjetivo, es sólo una recomendación; alguien podría preferir otro esquema. Nos inclinamos por la plena convertibilidad, en primer lugar, porque es un esquema con menores requerimientos administrativos. En segundo lugar, hay un importante elemento psicológico de expectativa: en un sistema con tipo de cambio único, el valor de la moneda es el mismo para cualquier operación merced al acceso irrestricto, siendo de ese modo más creíble. En tercer lugar, un esquema cambiario dual sólo puede operar bien si la brecha entre el mercado oficial y el paralelo es baja. Un esquema opera perfectamente con una brecha menor a 10%, pero si ésta supera ese porcentaje aparecen una serie de filtraciones entre el mercado oficial y el paralelo que terminan minando el sistema. En la práctica, los sistemas cambiarios duales deben operar casi como los unificados, lo que implica que en ambos casos debe existir un fuerte apoyo de las políticas monetaria y financiera para mantener la estabilidad cambiaria.

Otra decisión que deberá tomarse en el corto plazo es cuál será la pauta para fijar el tipo de cambio, si estamos pensando en un tipo de cambio único. Aquí hay dos alternativas: fijarlo con respecto al dólar, o con respecto a una canasta de monedas. Al menos en el corto plazo, nosotros nos inclinamos por la fijación en base al dólar, porque es una modalidad más simple. Técnicamente, es más correcto fijar el tipo de cambio respecto a una canasta de monedas que pondere el peso de los socios comerciales del país, reflejando la composición del comercio exterior peruano. Sin embargo, en un periodo de estabilización es importante que todo el mundo tenga claro cuál es el tipo de cambio con respecto al dólar, que es la moneda más usada, tipo de cambio que no debe estar escondido en un índice. Este problema práctico

nos lleva a pensar en la conveniencia en el corto plazo de fijar el tipo de cambio respecto al dólar. Hacia el mediano plazo habría que evaluar si es conveniente aplicar una canasta de monedas, para evitar los efectos de las fluctuaciones del dólar respecto de las otras monedas.

Hasta aquí hemos hablado de un esquema cambiario como parte de un proceso de estabilización. Una vez que se logre estabilizar la economía, ¿cuál será el esquema cambiario que va a tener el Perú en el largo plazo? ¿Puede el Perú mantener el tipo de cambio fijo en forma más bien permanente, con ajustes ocasionales que reflejen fluctuaciones externas? Lo importante es que eso será posible sólo si la disciplina fiscal es muy fuerte, porque es ésta la que en último término apoyará al esquema cambiario. Si se logra bajar la inflación a niveles internacionales con el programa de estabilización, y contando con el apoyo de la política fiscal y monetaria, se puede mantener un tipo de cambio fijo.

En cambio, si la disciplina fiscal sólo consigue llevar al Perú hacia el final de la estabilización a inflaciones del orden de 15% ó 20%, serían preferibles alternativas como el tipo de cambio reptante (*crawling peg*). Ese es un esquema que ha dado buenos resultados en algunos países de la región, como Colombia y Chile. En este caso hay que optar (es un problema técnico que ahora no tengo tiempo de discutir, pero que es analizado en el documento del Programa) entre un *crawling peg* pasivo y uno activo. El pasivo busca mantener un tipo de cambio real en base a una regla de ajuste cambiario; el activo establece un cronograma de devaluaciones preanunciado, más conocido en el Cono Sur como “la tablita”.

Sin embargo, y ésta es una idea que quiero resaltar, el mantenimiento de cualquier esquema cambiario no se puede basar sólo en la política cambiaria. Hay que usar otras herramientas de política; ése es el rol de la disciplina fiscal. Existen algunos esquemas para mantener esa disciplina fiscal, que se han usado con éxito en otros países. En particular, me estoy refiriendo a los fondos de estabilización de ingresos por exportaciones. En el caso de Chile,

por ejemplo, se ha usado con bastante éxito el Fondo de Estabilización del Cobre. Sabemos que el Estado chileno es el productor más importante de ese mineral; a veces, las fluctuaciones del precio del cobre en el mercado externo generan grandes aumentos o grandes caídas en los ingresos fiscales. Para evitar los efectos perniciosos de esa inestabilidad se ha recurrido a un mecanismo que establece una banda de precios, al interior de la cual se permite que fluctúe el precio de cobre. Si el precio aumenta más allá del límite superior de la banda, los ingresos adicionales se guardan en lo que se conoce como Fondo de Estabilización. Si el precio cae por debajo del límite inferior de la banda, los recursos del Fondo se utilizan para mejorar los ingresos fiscales durante el periodo que dure la caída. Se busca así neutralizar los ciclos económicos causados por la fluctuación en los precios de los productos que el país vende en el exterior, reduciendo la dependencia externa.

Como me queda poco tiempo, voy a exponer sólo las ideas principales sobre política monetaria. El gran ajuste inicial de precios consistirá no sólo en un reacomodo de precios relativos, sino también en un incremento importante en varios precios en la economía, por lo que necesariamente caerá la liquidez real. Eso revertiría, como decía ayer Carlos Paredes, el exceso de oferta monetaria, produciéndose un exceso de demanda por dinero. Es un rasgo de todo proceso de hiperinflación que termina: la gente quiere recomponer los saldos monetarios en moneda nacional, pues empieza a creer en ella, quiere tener intis en el bolsillo.

El crecimiento de la demanda por dinero genera un problema: cómo conducir la política crediticia del Banco Central para apoyar el proceso de estabilización. Existen dos formas de crear dinero, una como contrapartida del incremento de reservas internacionales y otra directamente a través de mayor crédito interno. Nosotros sugerimos ser muy conservadores con el incremento monetario por la vía de crédito interno. La recomposición de los saldos monetarios debe hacerse fundamentalmente mediante el aumento en las reservas internacionales. Si la gente quiere mantener más intis, debe traer sus

fondos de fuera. Así, el incremento en la oferta monetaria en intis va a estar respaldado por las reservas que llegan. En el Programa estamos sugiriendo una regla: por cada dólar de incremento en las reservas, el crédito interno debe crecer en un máximo de veinte centavos. Esto equivale a sugerir que la recomposición monetaria ocurra en una proporción de casi 85% por incremento de reservas y 15% por aumento del crédito interno. Se trata de llegar a una fuerte recomposición monetaria, hasta logra una tasa dinero-producto (M2 en terminos técnicos) de 25%, que creemos es alcanzable. En 1989, la proporción dinero-producto en el Perú ha sido de aproximadamente 5%, cifra bajísima para cualquier país.

Más a futuro, luego del periodo de estabilización y una vez ocurrida la remonetización de la economía, sugerimos que el crédito aumente más o menos de acuerdo al incremento esperado en el ingreso nominal. Eso requiere mucho cuidado en la elaboración de las proyecciones. Si el presupuesto se hace en base a proyecciones muy elevadas de inflación, la costumbre se perpetúa y termina por cumplirse la proyección: cuando un presupuesto está sustentado en una inflación proyectada de 25%, se autorizan gastos según esa tasa para que los gastos reales se mantengan. Por lo tanto, hay que hacer los presupuestos con estimaciones conservadoras de la inflación, de modo que los gastos no estimulen una mayor tasa inflacionaria.

Estas políticas de aumentar el crédito interno como proporción del ingreso de divisas exigen dos acciones: fijar un límite global al aumento del monto del crédito interno y establecer restricciones estrictas para la expansión del crédito al sector público, pues el aumento del crédito no puede ser absorbido totalmente por dicho sector. Obviamente, el porcentaje asignado puede ser distribuido de modo flexible dentro del sector público, ya que pueden haber sectores que tengan más necesidades. Lo importante es mantener esa restricción global a la expansión crediticia, lo cual da una más clara idea del costo de oportunidad: una mayor proporción del aumento para un sector trae consigo una disminución del crédito para otros sectores.

Queremos plantear también algunas ideas con respecto a los requerimientos de encaje. Sugerimos rebajarlos, que el fisco no use la reserva legal como una fuente de financiamiento barato para el sector público. El bajar estos requisitos de encaje —que hoy día, en algunos casos, bordean el 60%— va a tener un efecto muy positivo, al disminuir el costo del crédito y disminuir el diferencial entre la tasa activa y la tasa pasiva bancaria.

Otro tema de importancia es el manejo de las tasas de interés, para lo cual existen varios tipos de operación que se pueden usar. El Perú no tiene hoy día la posibilidad de realizar operaciones de mercado abierto para manejar la tasa de interés y la política monetaria en general, en buena medida porque la gran crisis financiera del sector público ha llevado a la gente a no creer que el Estado va a poder cumplir con sus obligaciones. En América Latina hay varios casos ilustrativos sobre el peligro de jugar con la credibilidad del sector público. En Argentina, por ejemplo, se hizo una reprogramación forzada de las obligaciones, con tasas de interés menores a las del mercado. Ese es el tipo de cosas que hay que evitar. Se dice que jugar con los mercados financieros es como pegarle a la esposa: se nos puede perdonar, pero la relación no vuelve a ser la misma.

En cuanto al manejo general de tasas de interés, planteamos que las tasas de interés real sean positivas y relativamente altas —decimos relativamente altas para evitar tasas expropiatorias—, que lleven al fracaso el programa de reactivación que deberá ocurrir posteriormente en el Perú. Existe evidencia empírica que apoya esta idea: hemos presentado un estudio para 21 países que tenían distintos comportamientos de tasa de interés, donde se demuestra que los países que tenían tasas de interés reales positivas y moderadamente altas han conseguido un mejor comportamiento en las tasas de crecimiento de su producción y expansión del crédito que los países con tasas de interés real negativas. Después podemos discutir cómo controlar esto; de cualquier modo, debe haber un control que evite que las tasas de interés aumenten demasiado y, lo que es más importante, que evite una crisis financiera.

Por último, en cuanto a la estructura organizacional para el manejo del crédito, se debe afianzar la independencia del Banco Central. Esto es fundamental. La Constitución del Perú afirma que el Banco Central debe ser independiente, pero en la práctica vemos que durante el último gobierno hubieron tres presidentes del Banco Central y dos periodos en que no hubo presidente. Es importante garantizar y hacer operativa la independencia del Banco Central. Dos criterios básicos para hacerlo son que el Presidente de la República no pueda remover a las autoridades del Banco, y que en el manejo de la política monetaria el Banco Central tenga preeminencia sobre otras autoridades económicas tales como el Ministro de Economía. Al respecto hay un interesante trabajo del profesor Alberto Alessina de la Universidad de Harvard, que clasificó a los países según el grado de independencia del Banco Central y contrastó este *ranking* con las tasas inflacionarias, llegando a la conclusión de que hay una relación inversa casi perfecta: mientras más independiente fue el Banco Central, menor fue la tasa de inflación promedio en los últimos 15 años. Los casos de mayor independencia son Alemania y Suiza, que son los países que muestran menor nivel de inflación. Con eso termino y le doy la palabra a Miguel Palomino. Gracias.

Exposición de Miguel Palomino

Empezaré diciendo que el adecuado funcionamiento del mercado financiero es una condición básica para el crecimiento de largo plazo. En el Perú no sólo es necesario aumentar significativamente el nivel de inversión y de ahorro, sino que es importante asegurar la calidad de la inversión. Esta debe ser eficiente, y el mercado de capitales debe contribuir a lograr ese objetivo.

Es clara la necesidad de liberalizar el sistema financiero, dadas las muchas e inadecuadas regulaciones que actualmente lo afectan. El fenómeno de la banca paralela que se desarrolla al margen de la política económica es un resultado de esta inefectiva regulación. Sin embargo, al mismo tiempo —sobre este tema

existe consenso entre los entendidos— el sistema financiero requiere de una regulación eficiente de ciertos elementos básicos, debido a la existencia de significativas externalidades que este sistema puede generar en el resto de la economía, afectándolo negativa o positivamente, según lo que las empresas financieras hagan. Buena parte de la regulación necesaria para que el mercado de capitales opere eficientemente ya existe: de lo que se trata es de reforzarla y mejorarla, sin olvidar la imperiosa necesidad de eliminar las regulaciones inútiles y contraproducentes.

Como mencionó Felipe Larraín, se plantea en primer lugar liberalizar las tasas de interés en el mediano plazo. Esto no supone que las autoridades económicas se desentiendan de la tasa de interés, sino que no pretendan fijarla por decreto, cosa que además la práctica ha demostrado es imposible. El único resultado de la política que intenta fijar tasas de interés en el sistema bancario peruano es fomentar las prácticas oligopólicas y perjudicar a los pequeños ahorristas, que no tienen la capacidad de las empresas o los grandes depositantes de negociar una tasa de interés más alta con los bancos. Si bien la política monetaria debe estabilizar la tasa de interés para evitar fluctuaciones que pudieran juzgarse excesivas en el corto plazo, también es cierto que esta regulación no debe hacerse por decreto, sino como se hace en cualquier sistema financiero desarrollado: con la intervención del Banco Central en el mercado mediante operaciones y tasas de redescuento o, si existen los instrumentos adecuados para ello, mediante operaciones de mercado abierto (compra y venta de bonos del o al público).

En segundo lugar, debe asegurarse el comportamiento responsable del sistema financiero, especialmente del privado, fijando un requerimiento de capital mínimo para el establecimiento de una institución financiera, de modo que opere con seriedad y cumpla con sus obligaciones con los depositantes. Esto es algo que es aceptado en cualquier sistema financiero desarrollado. La Superintendencia de Banca y Seguros debe fijar los requisitos mínimos de capital y establecer una relación mínima entre el capital de las entidades financieras y los de-

pósitos que éstas están en capacidad de ofrecer al público.

Además es conveniente que la Superintendencia continúe limitando la concentración del crédito. Debe controlarse la tendencia a asignar el crédito a unos pocos clientes, en especial en lo que se conoce como "cartera relacionada", para evitar que los bancos asuman riesgos excesivos. Como los mismos intermediarios financieros muchas veces son dueños de las empresas que solicitan los préstamos, en algunos casos comprometen los fondos de los depositantes en proyectos muy riesgosos. Pueden hacerlo porque en la actualidad existe la seguridad de que el Banco Central intervendrá dando apoyo financiero a aquella institución que caiga en insolvencia, con la intención de proteger a los depositantes. Debe evitarse entonces incentivar el que la banca privada siga realizando este tipo de operaciones.

Asimismo, deben establecerse otros mecanismos, además de la supervisión de la suficiencia de capital y el control a la concentración de cartera, ya que es necesario manejar no sólo el riesgo total del sistema sino los riesgos específicos de la cartera de cada banco. Existen algunos mecanismos finos para diferenciar el nivel de riesgo por cada institución financiera: puede hacerse por ejemplo que el Banco Central asegure los depósitos cobrando a los bancos una prima, cosa que se ha planteado hace muchos años en Estados Unidos. Otro mecanismo es clasificar los activos o las colocaciones de los bancos según los riesgos y hacer que los requerimientos de suficiencia de capital se adecúen a éstos.

Sin embargo, nosotros proponemos una esquema mas sencillo, que es más o menos el que se está aplicando hoy en día: regular las provisiones para malas colocaciones que tienen los bancos. La Superintendencia de Banca y Seguros, mediante auditorías y análisis cuidadosos de las colocaciones y la cartera activa de los bancos, debería obligarlos a establecer pro-

visiones para malas deudas que reflejen los riesgos diferenciales específicos de cada institución. Es claro que para lograr éste y todos los anteriores objetivos, la Superintendencia y el Banco Central deben contar con personal capacitado y experimentado (que en parte ya existe), y que las auditorías sean frecuentes y exhaustivas, no incompletas y una vez al año, como sucede en la actualidad.

También es necesario discutir la función de la banca estatal de fomento y el desarrollo de otros componentes del mercado de capitales. Todas las acciones que ayer se recomendaron en relación a la actividad empresarial del Estado (que se le debe remercadizar, dotarla de cuadros adecuados, evitar la intervención política en su funcionamiento, etc.)¹ se aplica a la banca estatal de fomento. Junto a tales medidas, la liberalización de las tasas de interés y la eliminación de los subsidios financieros que otorga el Banco Central deben poner a la banca estatal de fomento en condiciones de operación muy semejantes a las del resto del sistema bancario.

Sin embargo, también es cierto que por lo menos en el corto plazo la cartera de colocaciones de la banca estatal de fomento y su experiencia deberían concentrarse en los sectores a los que hoy se dedica y en su actual línea principal de inversión. Por lo tanto, en principio es conveniente que los diversos bancos estatales de fomento se integren en uno solo, con divisiones sectoriales que correspondan a cada banco de desarrollo actual. Esa banca de fomento no debe basar su accionar en el otorgamiento de subsidios masivos, como lo ha hecho en los últimos años; asimismo, se debe mejorar su capacidad técnica.

Es claro que transcurrirá algún tiempo hasta que la banca privada pueda asumir la función de prestar para inversiones de largo plazo o a clientes sin un historial de crédito conocido. Existe consenso entre los especialistas en finanzas sobre la necesidad de que, mientras

1. El día anterior a esta exposición Miguel Palomino disertó sobre la política empresarial del Estado que debía adoptarse en el marco de la estrategia de crecimiento propuesta para el mediano plazo (*nota del Editor*).

tanto, la banca estatal de fomento cumpla ese papel, hasta que el mercado de capitales se desarrolle lo suficiente para hacerlo por sí solo. La banca estatal de fomento debe seguir operando, pero en condiciones distintas y más acordes con el mercado, esperándose que su importancia relativa decline paulatinamente. Incluso habría que ir pensando en esquemas de privatización en el mediano plazo, en tanto surjan alternativas viables a la función que cumple actualmente la banca de fomento.

Por último, debo señalar que el desarrollo balanceado del mercado de capitales es fundamental para apoyar el crecimiento económico de largo plazo. Por lo tanto, es necesario no sólo asegurar el desarrollo del sistema bancario y financiero, como se ha hecho en los últimos años en el Perú, sino los otros componentes no bancarios del mercado de capitales, como el mercado de seguros, que se encuentra muy atrasado, y la bolsa de valores, que está más atrasada aún. Para hacerlo, si bien la estabilización económica y la liberalización del sistema financiero y de otros sectores son factores muy importantes, también es cierto que hay algunas medidas que pueden tomar las autoridades regulatorias. Se debe asegurar, por ejemplo, la transparencia de las operaciones en la bolsa de valores —regulación que existe en casi todo el mundo—, el libre flujo de información dentro de ella y la protección de los derechos de los accionistas minoritarios en las empresas que cotizan en la bolsa.

Esperamos que con las medidas bosquejadas en esta exposición se pueda desarrollar un mercado de capitales eficiente, que apoye el crecimiento sostenido de largo plazo de la economía peruana. Gracias.

Comentarios de Javier Iguíñiz

Evidentemente, habría mucho que comentar no sólo sobre lo expuesto sino sobre el capítulo del documento que recoge la propuesta en esta área, que es muy claro y estimulante. Creo sin embargo que las políticas monetaria y cambiaria deben ser vistas al interior de un programa global; en este caso tengo la impresión, ba-

sada en lo escuchado ayer y en lo escuchado hoy, que es efectivamente el programa monetario el punto medular del conjunto del programa de estabilización.

La propuesta global busca bajar la inflación a niveles muy cercanos a los internacionales, siendo la tasa de cambio, como sabemos ya de sobra, el instrumento principal. En este caso la política cambiaria es prácticamente un instrumento de la política monetaria, es una de las piezas claves para asegurar la restricción monetaria que evite el que la tasa de inflación se dispare. Esa instrumentalidad se configura en el primer momento del ajuste, que es un momento fuertemente devaluatorio; cuanto más devaluatorio en términos reales, más seguridad habrá de su éxito a mediano y largo plazo. El efecto es automático porque la sola devaluación contrae una buena parte de la liquidez; luego vienen elementos complementarios como la política de tasa de interés, que tiene por finalidad asegurar que nadie se escape de la restricción iniciada por medio de la devaluación. Yo diría que básicamente todos los instrumentos están al servicio de la restricción monetaria. Es allí donde se juega el conjunto del programa.

Sobre la política cambiaria misma, me hubiera gustado que se incluyeran más elementos de diagnóstico. Cuál es, por ejemplo, la situación del mercado cambiario hoy. Esperaré al final de la conferencia de hoy que Richard Webb nos explique tal situación, dado que se ha atrevido a plantear en una revista de análisis económico que nuestras exportaciones son de US\$6,300 millones y nuestras importaciones de US\$3,500 millones. De ser ello cierto, el diagnóstico sobre la situación del mercado cambiario peruano sería prácticamente inverso al que sugieren las cuentas oficiales registradas. Creo, por lo tanto, que hablar en el Perú de tasa de cambio y de política de ajuste sin haber escrutado críticamente el tipo de información disponible es un riesgo demasiado grande. Lamento que no hubiera más análisis sobre el particular.

En segundo lugar, deberían haberse incluido mayores consideraciones sobre nuestras perspectivas de mediano y largo plazo. ¿Cómo

van a funcionar nuestros términos de intercambio hacia adelante? Los precios del cobre y de la harina de pescado van a tender a bajar. Las previsiones para un diagnóstico mínimo del contexto futuro me parecen también ausentes o en todo caso insuficientes, porque quizás están en otra parte del documento a la cual no he tenido acceso.

El punto central de la discusión, en el cual quizás radica mi discrepancia fundamental, es la importancia de ese *overshooting* de la tasa de cambio real como inicio y garantía de todo el programa. Discrepo en parte porque me parece que contradice una afirmación que hacía muy atractiva la propuesta, según la cual el programa no implicaría un costo porque no habría un ajuste de demanda significativo, un proceso recesivo apreciable. Creo que hasta ahora no se ha demostrado que un *overshooting* cambiario con las características del que formula este programa no genere recesión. Para mí, en todo caso, ésta es una propuesta claramente recesiva.

Aunque estoy de acuerdo con el espíritu del documento, en general me parece que la política está demasiado centrada en el problema monetario y demasiado poco desarrollada en el asunto de las exportaciones y en el problema de la tributación, a pesar de haberse incluido alguna discusión sobre ese punto. Y digo esto porque creo que el programa es muy riesgoso en su posibilidad efectiva de bajar la inflación. Precisamente ayer se discutió esta cuestión; al respecto, pienso que éste no es un programa de no- experimentación sino, como cualquier otro, un programa de experimentación².

Creo que la política de tasa de interés que se plantea también es discutible. Hace poco hubo en Washington, en la sede del Banco Mundial, un interesante debate sobre si efectivamente la tasa de interés debe subirse. No hay en el planteamiento evidencias de cómo controlarla; no son tan claras, en todo caso.

Finalmente, también es discutible afirmar que cuanto más autónomo el Banco Central, menor es la inflación. Habría que demostrar que los Bancos Centrales de Honduras, de Guatemala y de la República Dominicana son mucho más autónomos que los de Argentina, Brasil, Chile o Perú, y que es por esa autonomía que Honduras, Guatemala, y la República Dominicana tienen inflaciones de largo plazo similares a las de Alemania, Japón, Estados Unidos o Inglaterra. Hay varias hipótesis alternativas, que creo mejores y menos delicadas, para explicar la inflación en el mediano y largo plazo, a partir de factores muy distintos a la autonomía del Banco Central.

En general, éste es un programa de riesgo, por razones que ahora no puedo entrar a discutir. Creo además que tiene un efecto inmediato recesivo y que llevará luego a un estancamiento sin perspectiva de crecimiento fácil, por lo estricto y centralizado de la política monetaria y la instrumentalización de todas las otras variables para apuntalar la restricción monetaria. El equilibrio monetario afectará entonces demasiado al sector real. El problema no es si la tasa de interés real debe ser positiva; eso es un consenso, como es un consenso que no deben permitirse nuevos atrasos cambiarios. En esos puntos hay coincidencia, pero pienso que las políticas monetaria y cambiaria y la centralización en el plano monetario como guía del conjunto de la lucha contra la inflación tienen un gran costo de corto plazo y no ofrecen ninguna garantía de crecimiento en el mediano y largo plazo.

Comentarios de Alonso Polar

Bueno, como lamentablemente no podía ser de otra manera, no estoy muy de acuerdo con mi amigo Javier Iguíñiz. En realidad, he pensado mucho para hacer este comentario porque he trabajado durante año y medio en una alternativa de plan económico para este

2. Iguíñiz hace referencia a lo afirmado por Jeffrey Sachs, uno de los autores del Programa, que al exponer la víspera los lineamientos generales dijo que con esta propuesta se pretendía descartar toda nueva experimentación en el manejo de la política económica (*nota del Editor*).

país; habiendo encontrado en esta exposición tantas coincidencias, difícilmente tengo algo que objetar. Estoy totalmente de acuerdo con lo que han planteado los ponentes.

Lo que haré más bien es poner énfasis en algunos elementos adicionales que me parecen importantes porque, al fin al cabo, no sólo estamos hablando de economía sino de política económica. El primero es el elemento credibilidad. Manuel Moreyra sostiene desde hace muchos años que la economía, de algún modo, es una rama de la psicología; esto quiere decir que en cierta medida los planes económicos tienen que convencer a los agentes que operan en el sistema. Este esfuerzo por ganar credibilidad no sólo obliga a que el programa sea coherente y consistente en el tiempo, sino que exige que la forma que asuma, las personas que lo apliquen y las normas que se den sean lo más claras y simples, de forma tal que permanentemente aseguren a los agentes que el plan tiene y va a seguir teniendo éxito.

Dentro de esta línea de credibilidad, discrepo con Javier Iguíñiz y estoy de acuerdo con lo dicho por los expositores sobre la autonomía del Banco Central. Creo que en tanto se refleje en el funcionamiento de la economía que el Banco Central está aislado —no totalmente por cierto— de los problemas y avatares políticos de corto plazo, las políticas económicas y sobre todo el manejo del tipo de cambio y de la tasa de interés irán ganando credibilidad. Entonces, la autonomía del Banco Central es un elemento central en un programa como el que se está exponiendo.

En segundo lugar, también sobre el tema de la credibilidad, tengo algunas dudas sobre la modalidad que sugieren para controlar la tasa de interés, sobre todo la activa. No se ha explicado cuáles serían los mecanismos de control; no creo que puedan funcionar todavía en el Perú las operaciones de mercado abierto o incluso la utilización indirecta de la tasa de redescuento. Cualquier otro mecanismo que implique dictar normas genera, en mi opinión, dudas sobre la credibilidad de la política monetaria que se está aplicando, porque contradice la liberalización planteada. Esto es válido aun recono-

ciendo la posibilidad que surja esa selección adversa a la que se han referido. Yo tendería a confiar más en los operadores del sistema financiero y, sobre todo, como lo ha mencionado Miguel Palomino, en una mejora sustancial de los mecanismos de supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros. Esa es la forma mediante la cual se puede evitar la selección adversa. Si alguien empieza, por razones eventualmente válidas en el corto plazo, a tomar decisiones sobre el control de la tasa de interés, ello podría ser una señal para que después se comience a plantear subsidios y controles en otras áreas; siempre habrá argumentos para hacerlo. Más importante es tener una norma clara que diga que la tasa de interés la fija el mercado.

En tercer lugar, no debe olvidarse que discutir sobre la tasa de interés implica considerar de qué forma perciben los agentes económicos el futuro, no el pasado. Cuando los agentes toman decisiones respecto a sus activos financieros, están comparando permanentemente la evolución de la tasa de interés con la evolución de la tasa de cambio. Que se controle la tasa de interés sugiere que también se van a tomar decisiones sobre el tipo de cambio, creándose nuevamente dudas sobre la forma en que se estarían manejando esos dos instrumentos y la economía en su conjunto.

Sobre el manejo del ahorro, no estoy de acuerdo en que se acepten depósitos de moneda extranjera en la banca formal. Creo que parte del objetivo central del programa es remonetizar la economía, generar confianza en la moneda nacional; la teoría que sustenta este planteamiento dice que el Banco Central debe retomar el control y la orientación global del sistema. En mi opinión, permitir formalmente que hayan depósitos en moneda extranjera afecta en alguna medida esos objetivos. Pese al éxito que Bolivia ha tenido en muchos aspectos, cerca del 70% de los depósitos en su sistema financiero está en moneda extranjera. Las posibilidades de manejo de la masa monetaria del Banco Central boliviano están cada vez más restringidas, y la cantidad de divisas que es depositada está a su vez influida, como en el Perú, por recursos provenientes de actividades

ilegales o informales. Tengo dudas sobre ese depósito en moneda extranjera; todo el programa debe basarse en que la población crea en su moneda e incrementa su demanda por dinero, demostrando así que cree en el éxito de la política económica.

Hay un último punto que me gustaría se aclare. Estoy de acuerdo con que durante la primera fase del programa se limite la capacidad de crédito del Banco Central, convirtiéndolo exclusivamente en una gran casa de cambios. Sin embargo, eso pierde sentido si se aplican medidas como una reducción sólo gradual del FENT. Emitir dinero para sostener el crédito FENT implica que se está descartando la idea de la gran casa de cambios. Yo sugeriría que se revise este punto, pensando también, y sobre todo, en el caso del Banco Agrario. No me parece fácil cortar automáticamente el crédito al Banco Agrario, que es responsable por lo menos de un tercio de la producción agrícola, aunque al mismo tiempo la restricción al crédito del Banco Central es clave. Ello sugiere que para hacerlo, deben adoptarse medidas adicionales en las áreas real y legal, no necesariamente financieras, que ayuden al objetivo de financiar la campaña agrícola.

Comentarios de Barry Bosworth

Creo que el documento que he recibido es un excelente resumen de las experiencias internacionales sobre el tema del manejo financiero, particularmente de países que han estado en condiciones similares a la peruana. Es interesante además porque recoge lecciones sobre para la política financiera que debe aplicarse.

Hay varios temas que merecen ser discutidos, que surgen por el conflicto entre tratar de satisfacer los objetivos estabilizadores de corto plazo y la necesidad de restaurar algo de confianza en la moneda nacional, por un lado, y el problema de establecer un sistema financiero y un entorno que conduzcan al crecimiento en el largo plazo, por otro lado. Los autores se han visto forzados a tomar decisiones difíciles, creo yo, en el área de la política cambiaria, ante la

disyuntiva entre mantener un tipo de cambio fijo y subvaluado, que restrinja al máximo la inflación, y un tipo de cambio sobrevaluado, que estimule la economía mediante el aumento de las exportaciones. Como el Perú casi no tiene reservas y la economía está dolarizada, han escogido una política inicial de devaluación extensiva de la moneda, seguida por un periodo de aproximación gradual a una política que enfatizaría más el control del tipo de cambio real. Creo que es una posición razonable, y probablemente es lo mejor que se puede hacer bajo las actuales circunstancias. Pero debe haber conciencia de que el proceso de transición va a requerir una enorme habilidad de parte del gobierno.

Lo que más claro está es que el mecanismo de tipos de cambio múltiples es algo que se ha intentado repetidamente y ha fracasado repetidamente. Esta es la recomendación más nítida, creo yo, por el lado del tipo de cambio. Los tipos de cambio múltiples son populares en algunos países sólo por las oportunidades que les dan a algunos individuos de lucrar mediante arreglos sucios con las autoridades del gobierno. Son sólo una invitación a la corrupción.

Creo que es un error muy serio darle demasiado énfasis a las metas cambiarias por sí solas, o percibir al tipo de cambio como un instrumento directo de política económica. El tipo de cambio debería ser visto más bien como un indicador de consistencia de las políticas fiscales y monetarias domésticas. Si alguna discrepancia tengo con este documento, es en ese terreno, pero creo que es sólo de énfasis, que ha resultado de la necesidad de separar varios aspectos del programa en sesiones diferentes. Me preocupa que pueda generar la impresión de que la política fiscal es un elemento de relativamente menor importancia, cuando debe realmente ser lo central en cualquier programa.

En países con mercados financieros extremadamente pequeños, como es el caso del Perú, la política fiscal es la política financiera. Lo que ha pasado repetidas veces en estos países es que los gobiernos han intentado cobrar

impuestos a sus habitantes mediante un proceso inflacionario, proceso que ya no funciona porque todos han ya aprendido la lección y no se dejarán engañar nuevamente. Una política de estabilización debe comenzar con, y continuamente enfatizar, la necesidad de eliminar el déficit del sector público. No se puede tener estabilidad si el gobierno va a intervenir continuamente en los mercados financieros tratando de cubrir su déficit. Si el gobierno se apropia del ahorro privado, entonces no tendrá cabida ni la inversión ni la modernización, requisitos fundamentales para cualquier forma de crecimiento económico dirigido por el lado de la oferta.

Por otro lado, en países donde la moneda nacional se ha devaluado tanto como en el Perú, vale la pena simplemente convertir el Banco Central en una casa de cambio. Será muy difícil que cualquier agente confíe en las autoridades monetarias en el futuro cercano. La ventaja de convertir el Banco Central en una casa de cambio es que pone la responsabilidad donde debe estar: con las autoridades fiscales. Por otro lado, la propuesta de permitir una expansión del crédito interno algo menor al 120% de cualquier crecimiento o recuperación de reservas, parece ser una alternativa razonable y relativamente segura.

La mayor duda con respecto al programa radica en lo que pasará con la tasa de interés. Conuerdo con quienes dijeron que tasas de interés real moderadamente positivas eran necesarias y útiles para el crecimiento económico. Sin embargo, debe evitarse una tasa excesivamente alta, que llevaría al colapso económico. Al tratar de entender los efectos de una tasa de interés real muy alta, también es importante diagnosticar correctamente sus causas. Si es resultado de la fuerte demanda de empresas que han estado en una severa crisis financiera y a quienes no les importa el interés que pagarán, entonces será necesaria alguna forma de colocación directa de crédito. Es apropiado también intervenir en la colocación de créditos si tasas de interés altas son simples reflejos de una falta de confianza en la política de estabilización. Sin embargo, tasas de interés altas también pueden resultar de un fracaso de la política financiera del gobierno, en cuyo caso

los esfuerzos por cubrir el déficit fiscal mediante restricciones de crédito al sector privado resultan perjudiciales. En este caso, la respuesta apropiada es un ajuste fiscal, no racionar el crédito. Si surgen tasas de interés extremadamente altas, sería vital establecer las causas, porque las políticas requeridas en este caso serían radicalmente distintas.

Quisiera terminar enfatizando que hoy existen fuerzas racionales en la comunidad internacional que pueden ayudar al Perú a solucionar sus problemas, tanto en lo referido a la deuda como en el área comercial, e incluso con alguna ayuda financiera. Sin embargo, no pueden hacer nada si el manejo de la economía peruana es visto como irresponsable. Desarrollar una política económica apropiada para el Perú no es sólo asunto de satisfacer a la audiencia nacional con más demagogia. La situación actual es un asunto cuya alternativa de solución sólo puede ser decidida por el Perú, pero la economía mundial ya conoce bien el problema y no va a ser engañada así nomás. Para recibir la ayuda que el Perú merece, deberá aplicarse una política económica que sea creíble tanto en la comunidad doméstica como en la internacional. Gracias.

Replica de Felipe Larrain

Primero voy a ocuparme de algunas de las observaciones de Javier Iguíñiz, agradeciendo antes los interesantes comentarios hechos por los participantes en este panel. Javier hubiera querido ver más elementos de diagnóstico. En efecto, reconozco que el diagnóstico es bastante resumido, en parte porque estamos tratando de no ser reiterativos: en el documento final del programa hay un capítulo entero dedicado al diagnóstico. Lo que hemos hecho es partir del punto en el cual termina el diagnóstico, referido a la situación de tipo de cambio múltiple que actualmente vive el Perú. Lo que sigue realmente ocupa menos de una página.

Un aspecto más de fondo, aunque no está referido al tema de esta exposición, es el del programa en conjunto. Según Javier Iguíñiz, el programa es riesgoso porque no es seguro que

baje la hiperinflación, dado el fuerte ajuste inicial de precios que —me imagino es lo que ha querido decir— tiende a perpetuarse. Aquí no se puede olvidar algo que creo está ausente en el análisis de Javier: el ajuste inicial de precios no sólo resuelve las distorsiones en precios relativos, sino que, junto con las pocas medidas tributarias que paralelamente se tomarían, cierra la brecha fiscal, eliminando así la causa de la hiperinflación. No podemos pensar sólo en el efecto de precios, sin recordar que estamos cerrando la brecha que dio origen al problema. Luego, en realidad habría un ajuste inicial correctivo de precios, que desaparece al eliminarse el origen de la hiperinflación.

Otro aspecto que planteaba Javier Iguíñiz es que el sobreajuste inicial del tipo de cambio hace recesivo al programa. Durante los últimos dos años en el Perú se han seguido diversas políticas, y en realidad es difícil concebir una caída mayor en el producto a la ocurrida como resultado de ellas. Ahora estamos partiendo de un punto en que, por no aplicarse un programa coherente, ha sucedido una gran recesión; la alternativa a nuestro programa es seguir en la situación actual. Nosotros creemos en los beneficios de la estabilidad macroeconómica. Sin esa estabilidad inicial, no se va a reactivar. El necesario ajuste cambiario, además, generará respuesta en sectores que han estado deprimidos, como el sector exportador y aquellos que sustituyen eficientemente importaciones. Por tanto, hay que tener cuidado con decir que vamos a entrar a una recesión. Me atrevería a pronosticar que habrá algún efecto inicial recesivo, pero que prontamente se revertirá por efecto de la estabilidad (suponiendo que no habrán grandes *shocks* externos para el Perú y que se podrá arreglar el problema de la deuda).

Por último, quiero responder a los comentarios de Javier sobre la independencia del Banco Central. Indudablemente, la evidencia no demuestra; sólo aporta elementos de juicio. No bastan los datos empíricos para probar que en todos los países la independencia del Banco Central está en relación inversa a la tasa de inflación. Lo que se planteó acá es que evidencia referida a un grupo de doce países indus-

trializados muestra una correlación inversa: a mayor independencia, menos inflación. Tampoco se puede menospreciar la importancia que tienen los cambios en la institucionalidad. Existe en el mundo una tendencia generalizada a reconocer la necesidad de independencia del Banco Central, elemento que me parece muy positivo. Es obvio que ello no implica desconocer, como correctamente decía Javier Iguíñiz, que hay muchos otros elementos que también inciden en la inflación.

Me ocuparé ahora de lo que planteaba Alonso Polar con respecto a los mecanismos de control. El tenía algunas dudas importantes sobre la tasa de interés y los mecanismos de control del crédito. Justamente, como decía Barry Bosworth, la idea aquí es que hay un proceso de selección adversa; no estamos hablando de evitar tasas reales de 12%, pero sí de evitar tasas reales de 40%, como las que hubo en Chile a fines de los setenta y que precipitaron la crisis financiera. Ninguna actividad puede pagar tasas tan grandes.

No hay respuesta clara sobre cómo ejercer el control. Lo que sugerimos es que el Banco Central dé pautas indicativas sobre las tasas de interés. Sospecho que el problema que tiene Alonso Polar con este control es que le parece que las tasas deben estar libremente determinadas por el mercado, y que es negativo restringir el libre funcionamiento del mercado financiero. Chile, que ha tenido un manejo tremendamente ortodoxo, usó a mediados de los ochenta un sistema de tasas de interés sugeridas. El Banco Central sugería ciertas tasas; quien se desviaba de la sugerencia, tenía problemas en la ventanilla de redescuento. Era ese tipo de sugerencias a las que es difícil negarse. Este mecanismo no es un control, pues el agente financiero puede desviarse de él si lo quiere, pero ello le trae dificultades para conseguir crédito.

Respecto al tema del crédito, no hay duda de que sería deseable que hubiera crédito para todos, pero estamos ante un programa de estabilización. Pueden haber necesidades importantes en el sector agrícola, pero éste no puede escapar a la restricción global de crédito. Precisamente esta restricción es la que va a hacer

posible que la estabilización funcione. Va a haber ya un elemento de restricción en el incremento de las tasas, pero planteamos también una restricción cuantitativa, fijando prioridades y un tope superior al incremento del crédito. Pueden establecerse posibilidades de incremento en el crédito, pero dentro de este margen global.

Debo hacer una acotación a los comentarios de Barry Bosworth. El mencionó un asunto central: la tensión entre la estabilización en el corto plazo y el problema de promover el crecimiento a largo plazo. Esa disyuntiva se ve bastante clara en el área de la política cambiaria. Creo que él tiene razón; me parece una tensión imposible de evitar. Es difícil determinar en qué momento moverse de una prioridad a otra y cómo hacerlo; ahí es importante el manejo de la política cambiaria. Según la experiencia, cuando los programas de estabilización se han preocupado mucho del crecimiento, han fallado. Querríamos que fuera de otra manera, pero lamentablemente la estabilización es prioritaria en el corto plazo. En tanto esa prioridad esté clara y los agentes lo perciban, se va a poder estabilizar, para ocuparse luego de reactivar la economía.

Finalmente, estoy de acuerdo con lo que Barry Bosworth plantea sobre las razones que elevan las tasas de interés. Si el alza se debe a la existencia de empresas en mala situación financiera que demandan a cualquier precio, es un problema de falta de confianza, por lo cual estaría bien poner límites a la tasa de interés. En cambio, si es porque hay un déficit fiscal muy fuerte, es el manejo fiscal lo que debe corregirse. En alguna medida hemos previsto este problema al redactar la propuesta, diciendo que deben haber límites muy estrictos al crédito al sector público dentro del programa de crédito agregado. Es una preocupación válida, pero tal vez limitando el endeudamiento fiscal se puede paliar el problema.

Replica de Miguel Palomino

Empezaré con los comentarios de Barry Bosworth sobre el necesario diagnóstico del ori-

gen de las altas tasa de interés, para determinar cómo combatirlas. Conuerdo plenamente con él en que un control sólo se puede sustentar si el alza se debe a factores que escapan al alcance del programa, es decir, si la tasa de interés sube a pesar de existir una estricta disciplina fiscal y el gobierno no se está financiando con el ahorro privado. Tal control está previsto en el programa.

Respecto a los mecanismos de control de la tasa de interés, llama la atención que muchas preguntas se hayan centrado en la etapa de estabilización. Si bien nos hemos ocupado hoy de ella, esta exposición ha estado referida más al mediano y largo plazo. En todo caso, en el muy corto plazo la regulación de la tasa de interés no implica un control absoluto ni el establecimiento de niveles absurdos de tasas, sino simplemente evitar que las tasas se eleven demasiado a raíz del caos que suele desatarse al inicio de un programa de estabilización. Para hacerlo se pueden utilizar muchos mecanismos, incluso menos drásticos que los planteados por Felipe Larraín. Por ejemplo, existe actualmente una banca asociada muy grande, que canaliza gran parte del crédito. Si a la banca asociada y a la banca de fomento se les sugiere una tasa de interés, siendo empresas del Estado no deberían tener ningún reparo en considerarlas, si son tasas razonables. Ello presionará para que las tasas de interés de la banca privada no sean mucho más elevadas. Entonces, no es necesariamente malo regular en el muy corto plazo; lo malo es hacerlo de modo irracional.

En el mediano plazo se deberá tender a que el mercado fije las tasas de interés. Dije en mi exposición que la política monetaria podría regular en alguna medida estas tasas cuando, por motivo justificado, se juzgue que el mercado está pasando por una etapa demasiado inestable, tal como sucede en cualquier economía desarrollada. Esta intervención puede hacerse mediante mecanismos como la ventanilla de redescuento, pues la intervención no debe pasar de hacer variar unos pocos puntos porcentuales la tasa de mercado. Y eso sí es factible con los medios existentes, y más aún si se desarrollan mecanismos que permitan operaciones de mercado abierto, aunque

esa es ya una posibilidad de mediano o largo plazo.

Preguntas del público

Pregunta. Doctor Larraín, en Argentina se aplicó entre 1978 y 1981 el mecanismo de la “tablita” que Ud. ha mencionado. Finalmente, la tablita fracasó. ¿Por qué se está proponiendo como una alternativa para el Perú?

Felipe Larraín. La “tablita” fracasó en Argentina fundamentalmente porque la política cambiaria debe ser compatible con la situación fiscal. Ese es el elemento que en Argentina echó por tierra este mecanismo. Si el déficit fiscal no se reduce lo suficiente y se persigue un esquema cambiario demasiado ambicioso, indudablemente surge un conflicto que los agentes no pueden dejar de percibir. En el caso argentino, los agentes trataron de aprovechar los intereses fuertes de corto plazo y después trajeron capitales especulativos al país. En todo caso, con una política fiscal que apoye la política cambiaria, es perfectamente factible tener una “tablita”. En Bolivia tuvo éxito por un tiempo aunque después causó problemas, pero ese es un caso todavía por estudiar.

Pregunta. Dr. Palomino, dijo ayer que un mercado de tierras competitivo requiere de un mercado de capitales eficiente. Sin este mercado de capitales, el poder de negociación del agricultor es nulo para poder acceder al crédito y beneficiarse de las posibilidades de crecimiento que ofrecería la estabilización y los mejores precios agrícolas. ¿No es entonces el desarrollo de un mercado de capitales competitivo una precondition para atrevernos a liberalizar el mercado de tierras?

Miguel Palomino. Sí. Eso está relacionado con lo expuesto hoy día. No se puede pretender liberalizar —por lo menos no completamente— el mercado de tierras mientras no exista un mercado de capitales relativamente eficiente y competitivo. Entonces, el proceso es de mediano y largo plazo. -

Pregunta. ¿Cuál es el papel que le toca

a la banca de fomento en el esquema por ustedes propuesto? ¿Cuál debe ser la función de fomento, si es que ustedes creen que debe haber alguna?

Miguel Palomino. En mi exposición hice mención a ese aspecto. La banca de fomento debe seguir existiendo en el corto plazo porque se necesita de su presencia mientras el mercado de capitales privado se desarrolla. En segundo lugar, en el mediano y largo plazo, posiblemente podría seguir operando mientras no exista una entidad alternativa que cumpla su función, que es la de otorgar crédito de largo plazo a agentes que no tienen acceso al limitado crédito del sector privado, por su nulo historial de crédito o por algunas otras razones que impiden que el mercado privado de capitales les preste fondos. Sin embargo, debe haber un cambio significativo en su mecanismo de operación: no debe otorgar créditos masivamente, pues ésto se presta a una serie de malos manejos.

Pregunta. ¿Es en nuestro país el problema de credibilidad un problema de poder político? ¿Cree usted que el gobierno elegido, dentro del cual los empresarios tienen poco poder político, puede generar credibilidad? ¿Tendrá un programa serio de estabilización aplicado por el nuevo gobierno la credibilidad que usted reclama?

Alonso Polar. Yo no creo que la credibilidad sea un problema de poder político. Además, la credibilidad del gobierno no sólo es necesario que radique entre los empresarios. En general, debe tenerla todo el conjunto de personas que de una forma u otra afectan precios y se mueven en un medio, incluidos los ahorristas. Yo creo que el gobierno elegido puede y debe generar credibilidad. Si su plan es serio lo logrará. No se trata de que se tome la decisión el 28 de julio y ya esté solucionado el problema. Es un proceso que debe mantenerse durante varios meses, convenciendo permanentemente a los agentes.

Pregunta. Dr. Iguíñiz, ¿por qué afirma Ud. que la subida rápida de la tasa de cambio tiene un carácter recesivo?

Javier Iguíñiz. Bueno, creo que es evidente. Una subida rápida de la tasa de cambio real, justamente para que sea real y para que dure nominalmente mucho tiempo, tiene que dejar muy atrás a los demás precios, particularmente a los salarios. Este es un efecto automático, casi es una ley física. A la vez, también en el largo plazo tiene un problema. A mi juicio, la subida rápida de la tasa de cambio real no incentiva las exportaciones. Creo que el exportador, sobre todo para invertir, necesita una tasa

de cambio mayor cuando vende que cuando compra. Mayor cuando exporta que cuando invierte. Por lo tanto, creo que es mejor que desde el principio haya una subida gradual de la tasa de cambio real, con un compromiso de largo plazo que asegure una rentabilidad normal ante cualquier circunstancia. Es necesario que cuando el exportador venda, lo haga a una tasa de cambio mayor que cuando ha comprado los insumos o cuando ha invertido, porque lo que necesitamos es inversión en el sector exportador.

SEGUNDA SESION: POLITICA DE DEUDA

Exposición de Felipe Larraín

Expondré a continuación las ideas centrales de un trabajo que Jeffrey Sachs y yo hemos preparado sobre el problema de la deuda externa peruana. Partimos de un breve diagnóstico, utilizando algunos indicadores tradicionalmente usados para medir la intensidad del problema de la deuda externa.

En el Perú, la proporción deuda/exportaciones está muy cercana a 500%, la proporción deuda/PBI llega a 100% y los intereses devengados se acercan al 40% del valor de las exportaciones. Estos tres indicadores revelan una grave crisis: el Perú está en desventaja incluso en comparación con otros países que tienen problemas en Latinoamérica. Por ejemplo, en la proporción deuda/PBI el Perú sigue muy de cerca a Nicaragua, país que tiene el récord mundial en indicadores de deuda externa.

Estos indicadores reflejan un problema que se está arrastrando desde hace tiempo. El Perú empezó en 1983 a acumular leves atrasos en sus pagos, aunque no como una política de moratoria. A partir de julio de 1985, sin embargo, estos atrasos se convierten en política explícita, y los atrasos con la banca comercial se generalizan, extendiéndose a los compromisos con las instituciones multilaterales. Ello genera un problema muy serio, como veremos después.

En la actualidad, por otro lado, la situación del Perú en cuanto a disponibilidad de reservas internacionales es bastante complicada. Las reservas internacionales netas son negativas; no se sabe cuál será su nivel al momento del cambio de gobierno.

Es importante reconocer que este asunto de la deuda es tanto un problema de balanza de pagos como un problema fiscal. Ello es así porque, como en gran parte de los países latinoamericanos, la deuda externa peruana es deuda pública, lo cual significa que aunque se resuelva el problema de balanza de pagos mediante la generación de un excedente en balan-

za comercial suficiente como para cumplir las obligaciones, todavía existiría el problema de cómo transferir esos recursos al sector público. Brasil es un caso clásico donde el sector privado genera un excedente importante en balanza comercial, pero la deuda persiste porque el deudor es el Estado. En el Perú, las obligaciones devengadas de intereses correspondientes al sector público equivalían en 1989 a cerca del 8% del PBI, cifra que supera largamente al total de la recaudación tributaria, que estuvo alrededor de 4% del PBI. Por supuesto, la mayor parte de esos intereses no se han pagado. Eso significa que intentar volver a servir los compromisos corrientes del país traerá consigo, inevitablemente, una crisis fiscal mucho más grave que las vividas hasta hoy. Esa no es, por tanto, una alternativa viable.

¿Cuáles deben ser entonces los objetivos de la estrategia sobre la deuda? Lo que se quiere es reinsertar al Perú en la comunidad financiera internacional en forma consistente con la estabilización y con el crecimiento sostenido del país en el largo plazo. Ello implica que, al cabo de un tiempo, el Perú debe volver a ser sujeto de crédito, facilidad con la que no cuenta hoy en día.

La estrategia que proponemos tiene tres etapas. En primer lugar se plantea un alivio de liquidez casi total, que haga positiva la transferencia neta de recursos hacia el Perú. Esta, paradójicamente, ha sido negativa en los últimos años pese a la dura política del presidente Alan García en materia de deuda. La paradoja se explica porque cuando se hace una suspensión y se tiene una actitud muy dura sin hacer a la vez reformas internas, se está olvidando la otra parte de la ecuación: la suspensión generalizada del servicio de la deuda afecta también a las instituciones multilaterales, que apoyan los procesos de reforma. Es ilustrativa la experiencia de Bolivia, que pese a haber suspendido sus pagos a la banca comercial obtuvo fondos de dichos organismos para apoyar sus reformas económicas. Bolivia ha disfrutado, aun manteniendo la suspensión de pagos con los

bancos, una transferencia neta positiva de recursos desde que se aplicó el programa de ajuste en 1985.

La segunda etapa considerada en la estrategia se centra en restaurar la viabilidad del Perú como país en relación a sus compromisos externos. Ello significa que el Perú pueda comenzar a servir rutinariamente sus obligaciones externas. La pregunta es cómo compatibilizar esto con lo dicho hace un momento sobre la actual imposibilidad de servir la deuda peruana. Es bastante simple: la inviabilidad resulta de lo impagable del actual nivel de deuda, lo cual implica, como veremos después, que debe darse una fuerte reducción del monto adeudado para que el Perú pueda volver a cumplir sus compromisos con el sistema financiero internacional.

La tercera etapa consiste en que el Perú vuelva a ser sujeto de crédito. Aquí es importante ser precisos. Ser sujeto de crédito no implica volver a los mercados voluntarios de capital como funcionaban éstos en la década de los setenta, cuando los bancos comerciales entregaban créditos de libre disponibilidad de mediano y largo plazo. Se trata más bien de volver a tener acceso a créditos comerciales y a créditos para proyectos, que es una forma de acceso a los mercados de capital. Recuperar el acceso irrestricto a los mercados voluntarios de capital es una quimera, aunque la banca comercial lo haya ofrecido así como una estrategia para que los países deudores cumplan con pagar: "si ustedes se portan bien, van a volver a los mercados voluntarios de capital". Sin embargo, hemos visto que incluso los países que se han portado mejor en materia de servicio de deuda todavía no vuelven. Colombia y Chile, por ejemplo, no tienen hoy acceso libre a dichos mercados.

Un segundo tema a discutir es cómo obtener la reducción de la deuda; hemos dicho que el Perú requiere una sustantiva reducción

de ésta. Dicho proceso, sin embargo, tomará tiempo. Inicialmente, para el periodo agosto-diciembre de 1990 —los primeros cinco meses del nuevo gobierno—, pensamos que la estrategia debe ser tratar de hacer positiva la transferencia neta de recursos, lo cual implica conseguir un préstamo de emergencia para apoyar la balanza de pagos, de más o menos US\$500 millones, que colabore con el esfuerzo de estabilización y, a la vez, financie los programas sociales propuestos ayer³. Por su parte, como un gesto de buena voluntad, el Perú deberá comenzar a servir los pagos a las instituciones multilaterales, manteniendo la suspensión con los otros acreedores mientras se llega a una solución concertada de largo plazo.

En cuanto a la magnitud de la reducción, según estimaciones que Miguel Palomino ha estado encargado de hacer, la deuda debe reducirse en aproximadamente 50%. Pensamos que la deuda remanente tendrá una magnitud compatible con tres objetivos fundamentales: permitir el servicio rutinario de ella, sostener la estabilidad macroeconómica y, a la vez, permitir un crecimiento anual del PBI de 5%, para lo cual se requiere de una inversión de alrededor de 22% de dicho PBI. Es decir, no se trata de reinsertar al Perú a costo de una recesión, de una continuada depresión interna. Estamos hablando de una re inserción en los mercados internacionales sin recortar las posibilidades de que el país pueda volver a crecer. Esta reducción haría caer la carga de deuda en la medida necesaria para que el Perú llegue en unos cinco años a niveles que podríamos considerar normales: una proporción deuda/exportaciones menor a 250% y una proporción deuda/PBI menor a 50% (alrededor de la mitad de la carga que estos indicadores hoy día reflejan).

Una reducción de deuda de esta magnitud no debe distribuirse en forma proporcional entre los distintos acreedores. Es necesario discriminar entre acreedores por la forma misma como se ha dado el proceso de endeuda-

3. En la sesión del día previo de la conferencia se discutió una propuesta de programa social de emergencia, el cual estaría destinado a ayudar a los grupos de menores ingresos afectados por la crisis y por los posibles efectos del ajuste (*nota del editor*).

miento y de reducción de deuda en el contexto internacional. Necesariamente, los bancos comerciales, el Club de París (que incluye bastantes créditos de proveedores garantizados por gobiernos) y otros acreedores bilaterales tendrían que asumir casi el total de la reducción de deuda, lo que implica que en promedio los acreedores en los cuales se concentre esta reducción deben efectuarla en más del 50% al cual hacíamos alusión. Nosotros hemos trabajado suponiendo que se logra reducir la deuda con los bancos comerciales en 80 ó 90% y aproximadamente en 35% con el Club de París y los otros acreedores bilaterales. Esta reducción parece bastante alta, y lo es. Sin embargo, los mercados secundarios de la deuda bancaria comercial ya la han anticipado, cotizando la deuda peruana en alrededor de 6% de su valor nominal.

Cuando hablamos de una reducción, es importante decirlo, estamos hablando de un acuerdo negociado, concertado, y no de una decisión unilateral. Existen hoy día mecanismos para ello, como el Plan Brady, por ejemplo. Y hay otros precedentes importantes como los casos de Bolivia y Costa Rica, que han logrado fuertes reducciones en un esquema concertado en que no se entra a una confrontación con los bancos.

La estrategia básica para el manejo de la deuda consiste en acordar un programa económico con el Fondo Monetario Internacional. Esto es importante porque los programas acordados con el FMI son un especie de certificado de buena conducta, que facilitan mucho las negociaciones externas. Hay que recordar que para adoptar un programa que implique desembolso financiero es necesario enfrentar el problema de los atrasos con el FMI; sin embargo, acordar un programa con el Fondo no significa que el país deba levantar la suspensión de pagos y ponerse al día antes de poner en marcha el programa. Existe evidencia de que a partir de 1986 se ha flexibilizado la posición del FMI, habiendo algunos países logrado acuerdos pese a que se estaba aplicando un esquema de suspensión de pagos con la banca; obviamente, estos países estaban respaldados con un programa macroeconómico interno serio y estable.

Es útil a esta altura aproximarse a la dimensión del problema de los atrasos con las instituciones multilaterales. Los atrasos del Perú con el FMI fueron, según entendemos, congelados en setiembre de 1989, cuando se empezó a revisar el servicio corriente, pero ya a esa altura se había acumulado una gran deuda morosa con dicha institución. Con el Banco Mundial y el BID hay suspensión de pagos. A julio de 1990, la cifra proyectada de los atrasos totales con estas tres entidades es aproximadamente de US\$1,850 millones. Esta es una cifra que tiene pocos precedentes en el mundo: el Perú es el mayor deudor moroso del Banco Mundial, y uno de los mayores del FMI.

El objetivo es entonces claro. Hay que intentar eliminar estos atrasos con las instituciones multilaterales. Nosotros proponemos que, como un gesto de buena voluntad, el gobierno que se inicia en julio de 1990 vuelva a hacer los pagos corrientes de esta deuda, que son aproximadamente US\$200 millones en lo que queda de 1990. Mientras tanto, se puede lograr un acuerdo para salir del atraso de US\$1,850 millones. Al reiniciar los pagos corrientes se logra un beneficio: congelar en ese momento el atraso de deuda.

La pregunta es qué hacer con ese atraso. El Perú no tiene recursos para saldarlo, y no es fácil conseguir créditos. Hasta hoy, de acuerdo a las prácticas existentes, nunca se ha dado un caso de reestructuración de deuda atrasada para países que están en situación de morosidad con las instituciones multilaterales. Indudablemente, existe la posibilidad de que esta regla sea relajada, en tanto se entienda en el exterior la magnitud del problema peruano y el gobierno proponga un programa macroeconómico que las instituciones financieras consideren serio.

Si el país tiene que conseguir de todos modos los fondos para ponerse al día, la alternativa que se baraja es formar un grupo de apoyo que haga un préstamo en dos partes. La primera sería un préstamo de mediano plazo (unos tres años) de US\$850 millones; los US\$1,000 millones restantes podrían eventualmente financiarse con un crédito-puente, el cual serviría para cancelar la deuda con las institu-

ciones multilaterales. Cancelada ésta, se pueden llegar a acuerdos para empezar programas con el FMI, el Banco Mundial y el BID. Estos acuerdos tendrían que ir acompañados de un fuerte desembolso inicial en favor del Perú, el cual servirá para pagar el crédito-puente. Esta es una manera factible de evitar la regla de que jamás se reestructuran las deudas de países con atrasos.

Obviamente ésta no es tarea fácil. Para obtener este préstamo el Perú tiene que lograr que gobiernos amigos formen un grupo de apoyo. Una manera de facilitar este proceso es que el Perú adopte un programa supervisado por el FMI, que no sea de los programas que el Fondo acostumbra proponer pero que sí cuente con su aprobación. Eso sí, este programa no contemplaría desembolsos, porque el país todavía tiene atrasos, y mientras no se arregle el problema las instituciones multilaterales no harán préstamos. Es claro que cualquier relajamiento en esta regla estricta ayudará al país, pues se necesitaría reunir menos recursos para saldar los atrasos.

La situación actual del Perú tiene importantes precedentes, siendo Bolivia uno de ellos. En 1985 Bolivia tenía hiperinflación, estaba sufriendo una caída fortísima en el ingreso per cápita y el precio en los mercados secundarios de su deuda era exactamente igual al precio actual de la deuda peruana: alrededor de 6%. La diferencia que hace más complicado el caso peruano es que la deuda bancaria boliviana era aproximadamente US\$600 millones, mientras el Perú tiene una deuda bancaria de US\$2,800 millones más US\$1,400 millones de atrasos, lo que hace un total de US\$4,200 millones.

Normalmente, lo que se hace para lograr reducir la deuda con los bancos comerciales es diseñar un menú de opciones que contemple recompras en efectivo y cambio de deuda por deuda mediando un descuento importante, con algunas garantías de instituciones multilaterales. Lo importante es que los distintos mecanismos de este menú de opciones sean todos equivalentes en términos del alivio que le dan al país, es decir, que tengan un valor presente similar: si cambiamos deuda por bonos, el valor

presente de los bonos debe ser similar al de las otras alternativas contempladas.

Un mecanismo que ha sido propuesto por la banca y que ya se ha aplicado en otros países es el sistema de capitalización de deuda, pero tiene algunos inconvenientes. La capitalización de deuda consiste en que los acreedores externos traen un papel de deuda para cambiarlo por inversión. Nuevamente, el problema radica en que la deuda es pública y el interés del inversionista suele estar en el sector privado. Frente a esta dificultad, el gobierno tiene dos posibilidades para redimir esa deuda. O emite dinero, o emite bonos que tengan liquidez en el mercado secundario. La liquidez que esos bonos permiten es la que se destinaría a la inversión.

No obstante, ningún economista serio recomendaría a un gobierno que está haciéndose cargo de un país al borde de la hiperinflación que se involucre en un programa amplio de reducción de deuda por la vía de la capitalización. La razón es que el gobierno tendría que emitir dinero para redimir los títulos de deuda, generando así una fuerte expansión de la masa monetaria que alimentaría el proceso hiperinflacionario, justamente aquello contra lo que se quiere luchar. Además, la alternativa de emitir bonos para cambiar esta deuda no es practicable hoy en el Perú: no existe un mercado de bonos gubernamentales suficientemente grande para un programa de este tipo. Sí sería factible hacer este cambio de deuda por inversión como una pequeña parte de un programa global que incluya una reducción importante de deuda o un plan de privatización de empresas públicas, ya que así no tendría efectos macroeconómicos indeseables.

En cuanto a la deuda con el Club de París y otros acreedores bilaterales, cuando hablamos de 35% de reducción estamos pensando básicamente en los llamados términos de Toronto, que fueron creados originalmente para países africanos de ingresos muy bajos, y que hasta hace poco no habían sido aplicados a ningún país fuera del África. La excepción ha sido Bolivia, que acaba de obtener esos términos en su reciente renegociación con el Club de

París. Los términos de Toronto, que implican una reducción de aproximadamente 35% de la deuda, son factibles para Perú porque sus indicadores, si bien es cierto no están al nivel de los países más pobres de África, están muy por debajo del promedio de Latinoamérica. Resulta entonces factible, como parte de un programa de deuda respaldado por un programa económico coherente, pedir términos de Toronto en la próxima renegociación del Club de París.

De ese modo se abre el campo para soluciones innovadoras en el caso de las deudas bilaterales. Por ejemplo, se puede ligar alguna reducción de deuda bilateral con programas sociales; ya se discutió la magnitud del fondo social de emergencia necesario para enfrentar el problema peruano. Incluso se puede hacer otra cosa, que creo captaría el interés de algunos gobiernos: un programa de reducción de deuda ligado a sustitución de coca, por ejemplo. Hay una serie de alternativas novedosas, todas las cuales conducen al objetivo de reinserter al Perú en los mercados internacionales. Gracias.

Exposición de Jeffrey Sachs

Haré un par de observaciones generales para complementar lo que acaba de decir Felipe Larraín. Está absolutamente claro que la deuda no puede ser pagada conforme a las actuales condiciones contractuales. Es demasiado grande, y dado todo el resto de los problemas de este país, estimamos que quizá sólo una tercera parte de la deuda de gobierno a gobierno y de la deuda a la banca comercial puede ser pagada bajo condiciones normales. El país tiene dos opciones: una es simplemente no pagar la deuda, que es el camino hasta hoy adoptado. La otra es tratar de encontrar una solución consensual al problema de la deuda.

En el documento que resume la propuesta se destina todo un capítulo a mostrar que es posible lograr una solución consensual al problema. Para cada una de las áreas de la deuda peruana hay una salida, si las negociaciones son firmes, coherentes y ganan el apoyo de la comunidad internacional. Lo que quiero es en-

fatizar que es preferible usar estos métodos en vez de recurrir a salidas unilaterales, pues la solución mediante este método consensual es muy superior a aquella de simplemente no pagar.

En primer lugar, el aislamiento al cual conduce el enfoque unilateral tendrá costos crecientes para el Perú. El país está siendo enjuiciado ahora en tribunales norteamericanos por los bancos comerciales, lo cual es potencialmente un problema muy serio, que podría aislar al país de otros tipos de inversión extranjera y podría traer consigo la confiscación de activos y otras represalias. La respuesta, sin embargo, no es empezar a pagar la deuda. Eso sería peor, porque sólo causaría un colapso financiero más grave. Para evitar estos pesados costos hay que moverse hacia el enfoque consensual, que pondría al Perú bajo la “protección” de la comunidad internacional.

Una segunda ventaja del enfoque consensual es que el Perú tendrá la posibilidad de obtener una transferencia neta de recursos. Hay gobiernos que comprenden cuán severa es la crisis y cuán frágil la estabilidad social —si es que se puede hablar de estabilidad— en un país en guerra como el Perú. Existen también gobiernos que quieren darle dinero al Perú para que enfrente el problema del narcotráfico. Nada de eso se puede hacer si el Perú sigue al margen de las reglas del sistema financiero internacional con respecto al asunto de la deuda. Moverse a este tipo de arreglo consensual daría paso a nuevos recursos netos, por lo menos en una pequeña cantidad. Y Bolivia ha demostrado que es posible resolver el problema, aun comenzando en peor situación, con atrasos enormes y una deuda impagable.

Ir por la ruta consensual facilitará otras metas que tiene el Perú, las cuales estarán en suspenso mientras el Perú siga estando al margen del sistema financiero. Hay metas con respecto al comercio, por ejemplo: las cuotas norteamericanas de importación de textiles tienen que ser negociadas, lo cual no se puede hacer si el Perú no está en buena posición con la comunidad internacional. Lo mismo sucede con las metas respecto a acciones conjuntas en erra-

dicación de drogas y sustitución de cultivos, u otros asuntos importantes.

Creo que el punto central en este tema es que, con firmes e inteligentes negociaciones, hay solución al problema de la deuda. Sin embargo, se requiere algo fundamental: que el Perú se gane la credibilidad internacional con sus políticas económicas, que el resto del mundo las juzgue suficientemente coherentes. Bolivia pudo recibir lo que recibió en reducción de deuda y dinero fresco porque su programa de estabilización fue aplaudido por todos y visto como un esfuerzo serio. Si el programa a ser introducido aquí no es coherente o no es creíble en la comunidad internacional porque se desvía de lo aceptable para los países industrializados, toda la maquinaria de apoyo de la que estamos hablando va a estar fuera del alcance del país. Ese es un hecho real. El Perú está en situación extraordinariamente frágil con respecto al resto del mundo; tendrá simplemente que seguir una estrategia que sea aceptable en el Norte si es que se quiere cumplir con las metas de estabilización y crecimiento.

La ventaja de esta exigencia es que satisfacer al mundo industrializado ya no significa pagar ciegamente a los acreedores, ni pagar más allá de la capacidad del país, ni nada por el estilo. El Norte es ahora un poco más inteligente. Existen actualmente procedimientos para una salida decente del país de esta crisis. Es más, existen métodos muy generosos para hacerlo. No se trata entonces de someterse ciegamente a las fuerzas del capitalismo ni a los intereses de los bancos comerciales internacionales. Existen soluciones sensatas al problema de la deuda, que tienen precedentes serios y que realmente pueden sacar al país del hoyo.

Quiero enfatizar las dimensiones internacionales de este aspecto. Cualquier solución al problema de la deuda que se quiera introducir requerirá que los mayores países industriales vean seriedad en el programa. Es imposible salir del problema de la deuda sin acuerdo con los mayores gobiernos industriales: no hay forma alguna en que el Perú pueda llegar a un acuerdo con los bancos comerciales por sí solo, por ejemplo. Cada aspecto de la negociación

de la deuda requiere que Estados Unidos y Japón vean un programa económico serio. Con credibilidad hay solución en estos días, y creemos que vale la pena tomar eso en cuenta. Gracias.

Comentarios de Augusto Blacker

Creo que lo dicho por Jeffrey Sachs aporta justamente la visión externa, complemento necesario al documento escrito por Felipe Larraín, que es muy vasto y cubre todos los puntos claves en este importantísimo tema, al cual tan poco énfasis se ha dado en el Perú en los últimos cinco años. Sólo me queda entonces hacer algunos comentarios muy generales.

En primer lugar, creo que la posición no negociadora y unilateral del gobierno aprista ha perjudicado seriamente al Perú. Eso debe ser reconocido por todos los peruanos, y cuanto antes lo hagamos, mejor. El país ha perdido no sólo la credibilidad y el respeto del exterior, sino también la buena disposición del mundo externo para concertar una solución. Observadores imparciales de nuestra realidad afirman además que el pobre rendimiento económico del Perú de los últimos cinco años no puede ya ser imputado al imperialismo, que era el fantasma que antes se utilizaba para cargar con la culpa de todos nuestros males.

La falta de autocontrol en el manejo económico de los últimos cinco años ha profundizado también la crisis fiscal peruana. No creo que la caída en la recaudación fiscal se haya debido sólo a la evasión fiscal. La caída en la recaudación fiscal en los últimos cinco años ha respondido, en gran medida, a políticas que concientemente fueron tomadas por el gobierno aprista para mantener de modo artificial el crecimiento económico reduciendo los ingresos del fisco. Este afán de crecer a como diera lugar, reduciendo los ingresos fiscales para incentivar el consumo, ha derivado en el desmanejo de proporciones históricas que sufrimos en la actualidad.

Quisiera señalar una pequeña diferencia con lo dicho por Felipe Larraín. Él dice que el

esquema de renegociación de Toronto puede ser aplicado al Perú porque, aunque nuestro país no está en la situación de los demás países de menor ingreso relativo del África, de todas maneras está cerca. Yo diría que en el Perú el 95% de la población está ya en ese nivel. Lo que pasa es que existe una distorsión en la forma en que son tratadas las estadísticas que nos hace salir de ese conjunto de países; el Perú, ciertamente, ya es uno de los países más pobres de la Tierra.

Uno de los problemas que vamos a tener cuando querramos renegociar nuestra posición externa es el significativo monto de la deuda vencida. Como ya dijo Felipe Larraín, sólo los intereses de la deuda total superan largamente al total de ingresos fiscales. Por tanto, es claro que no se puede pagar la deuda en la situación actual, y que no se puede pagar tampoco tal como está pactada.

En relación a los objetivos y etapas que se plantean —mejorar primero el flujo de caja del país, pasar luego a restaurar la viabilidad financiera del Perú, y, por fin, recuperar la condición de sujeto de crédito— creo que es un enfoque técnico correcto, y debe seguirse. Pienso sin embargo que no debemos proyectarnos tanto si queremos ser realistas. Es en las dos primeras etapas donde debemos concentrarnos fundamentalmente. Entre los próximos doce a dieciocho meses hay primero que hacer que el flujo de caja no sea negativo; luego, debe iniciarse el proceso de restauración de la viabilidad financiera que necesitamos con urgencia.

Cuando se comience a negociar, el Perú tendrá que presentar un programa económico claro, coherente y viable, y tener un equipo humano que logre credibilidad en el exterior. Repito lo que dijo Jeffrey Sachs porque es esencial para cualquier esfuerzo que se haga. No hay en este momento lugar para ninguna flexibilidad si queremos salir de esta situación. Tenemos que forzarnos y aceptar, sin ninguna posición ideológica, un hecho concreto: necesitamos un plan coherente y un programa totalmente racional, aprobado interna y externamente, si queremos tener alguna posibilidad de éxi-

to. El Perú no puede darse el lujo de lucir improvisado, poco informado o falta de soluciones. Tampoco se puede pensar en recurrir a personas que hayan estado directamente involucradas en los errores de los últimos cinco años. La imagen que tenemos en el exterior está tan deteriorada que debemos presentar el mejor equipo negociador del cual disponga el Perú para comenzar este proceso.

Por otro lado, para lograr un flujo de caja positivo, el Perú deberá tomar medidas tanto internas como externas. Las internas se refieren a la recomposición de los ingresos fiscales y a la generación de una balanza comercial suficientemente positiva como para poder recomponer el nivel de reservas. Externamente, el país deberá informar al mundo de su real situación. Es importante que en este esfuerzo de salida al exterior expongamos con claridad nuestra situación. Cuando fui al Club de París con un grupo de peruanos en junio de 1983 para renegociar la deuda de ese momento, sucedía que a principios de año habíamos tenido las inundaciones del norte y la sequía del sur. Esto puede parecer algo simplista, pero llevamos un cassette donde mostrábamos cuál era el estado del país. Eso cambió el tono de la reunión con los acreedores. Y eso es lo que tenemos que hacer también en este momento para convencer al mundo de lo crítico de nuestra situación. Tenemos que aceptar que en el exterior no tenemos credibilidad alguna, y debemos hacer un esfuerzo drástico para recuperar la buena imagen perdida.

Felipe Larraín plantea, por otro lado, que se debe hacer una reducción del 50% del total de la deuda para que el Perú logre esa viabilidad financiera. Creo que conseguir que se haga esa reducción va a ser un trabajo de titanes, pues implica pedirles a los bancos comerciales, como sostuvo Felipe, que prácticamente reciban sólo el 10% de lo adeudado. Eso, creo yo, va a ser muy difícil.

Creo que estamos en el límite de cualquier solución técnica, racional y viable para este país, en lo que respecta a nuestra reinserción con el exterior. No podemos darnos el lujo de más experimentos. No podemos darnos el

lujo de volver a fracasar. Esta vez, o acertamos, o simplemente vamos a sufrir el desmembramiento económico y social de nuestro Perú. Gracias.

Comentarios de Guillermo Runciman

Quiero felicitar a GRADE por el trabajo que está haciendo en este tema de la deuda. El tiempo del cual dispongo es muy corto para hablar de muchas cosas; sin embargo, creo que se pueden señalar telegráficamente algunos aspectos.

El problema de la deuda peruana es ya bastante antiguo: desde 1983 viene siendo arrastrado sin un arreglo consistente. Creo que las soluciones que se dieron en los primeros momentos no fueron evaluadas en función de las verdaderas necesidades del país. El problema consiste básicamente en un deterioro de la economía nacional, que muestra niveles de producción similares a los de hace treinta años, crisis que es acompañada por una deuda que sobrepasa crecientemente todas las posibilidades del país. Creo que las cifras expuestas por Felipe Larraín han sido bastante claras.

El problema central, entonces, está en cómo reiniciar el desarrollo del país. Este problema debe enfrentarse con una política clara de largo plazo, que debe empezar, lógicamente, por un programa de estabilización de la economía nacional que genere la credibilidad que el Perú necesita. Si esto no es así, no habrá posibilidad de mostrar ninguna proyección de flujo de caja a nuestros acreedores para demostrar que en algún momento habrá esa capacidad de pago que en este momento el Perú no tiene.

Creo que la discusión no debe centrarse en el problema de la reinserción en la economía internacional. El país debe antes saber qué país quiere ser. No es una buena costumbre estar echándole la culpa siempre al imperialismo o a la banca capitalista. Es cierto, pueden haberse dado efectivamente distorsiones muy serias de la economía internacional, que han agudizado el problema de la deuda peruana. Pero tam-

bién han habido problemas internos, y nosotros debemos responder por éstos, no por los problemas del exterior. Se debe entonces satisfacer la necesidad de establecer qué es lo que el país quiere, hacia dónde quiere ir, cuál es su programa de largo plazo. Si el programa de largo plazo del Perú es consistente, habrá seriedad con respecto a nosotros mismos, y esa seriedad se reflejará hacia el exterior. Tiene que haber voluntad, no sólo de quienes dirigen la economía nacional, sino de todos los peruanos, por sacar a este país adelante.

Esa perspectiva nos lleva a la necesidad de definir algunos criterios centrales para el tratamiento del asunto de la deuda. En el marco de una política coherente de corto plazo con una clara visión de largo plazo, creo que se debe usar el aporte neto de divisas como criterio central para el tratamiento del problema de la deuda. Estoy de acuerdo con las políticas planteadas, pero habría que analizar más en detalle cómo generar ese aporte neto de divisas, y cómo generar la capacidad de pago para los organismos internacionales. Hay que determinar, por ejemplo, qué sucede si se cubren los vencimientos con los organismos internacionales hasta julio de 1990 con un crédito o con un aporte de países amigos, y luego no se tiene capacidad de pago para el vencimiento siguiente.

Tiene que haber un análisis muy claro sobre el flujo de caja y el trabajo que el país deberá hacer en pro de su propio desarrollo, de modo que la propuesta sea seria. Este es un planteamiento que no data de ahora, sino que se sustenta en el marco de referencia para el tratamiento de la deuda externa trazado en julio de 1986, el cual fue un esfuerzo técnico que el gobierno aprista no supo aprovechar. Se aplicó tímidamente en uno que otro caso, lo cual no ha permitido que se afirme este esquema, el cual fue concebido con el objetivo de usar la deuda como una palanca para el desarrollo de la economía nacional. Hay entonces que trabajar el tema de la deuda con más profundidad y presentar, primero ante el país y luego ante la comunidad internacional, planteamientos que no sean posiciones unilaterales, que no hagan que la imagen externa del Perú, reflejada en el valor

de mercado de su deuda, siga cayendo más. Gracias.

Réplica de Felipe Larraín

Agradecemos los comentarios. En primer lugar, creo que se debe establecer la diferencia clave que distingue la posición del gobierno aprista frente a los acreedores externos, de otras posturas menos duras. Muchos gobiernos se han visto obligados en algún momento a suspender los pagos a sus acreedores, como en el caso de Bolivia. Tenemos así dos casos donde hay suspensión de pagos externos, uno de los cuales tiene el apoyo de la comunidad internacional y el otro se sumerge en un aislamiento y una crisis externa. La gran diferencia entre ambos casos está en las políticas internas aplicadas.

Planteaba Augusto Blacker con respecto al esquema de Toronto que el Perú ya está en niveles como los de África, si no se considera al 5% más rico de la población. Sería interesante contar con esos indicadores. Nadie se puede alegrar de eso, pero si se dispone de indicadores que efectivamente reflejen tan deteriorada situación, indudablemente la capacidad de negociación va a mejorar. Las cifras que yo tengo se derivan del *World Development Report* del Banco Mundial. Según este documento, en el Perú la expectativa de vida al nacer es de 61 años, cifra inferior al promedio regional de 66 años de América Latina. La tasa de mortalidad infantil por cada mil nacimientos es de 88, mucho mayor al promedio latinoamericano de 56, y solamente superada, según entiendo, por Haití. El consumo diario de calorías ha llegado a 2,246 por día, que es más cercano al de los países más pobres de África (2,097 calorías por día) que al promedio regional de América Latina (2,701). Es posible, no obstante, que existan indicadores más recientes.

Hubo otro comentario de Augusto Blacker con respecto a que la reducción del 50% sería muy difícil de lograr. Nadie ha dicho que sea fácil, pero creo que no es imposible, por los precedentes que existen. Bolivia logró recomprar toda su deuda bancaria comercial al 11% apli-

cado solamente al valor nominal de los títulos: es decir, cuando se calcula lo que pagó Bolivia, si sumamos al principal los atrasos de intereses, lo que terminó pagando es bastante menor que el 11%. Nosotros planteamos que se condone aproximadamente un 85%. No es algo inadmisibles, y los términos de Toronto son condiciones que ya Bolivia ha logrado. Es entonces difícil, pero no inalcanzable. Va a depender fundamentalmente del programa económico que se aplique.

Con respecto a los comentarios de Guillermo Runciman, estoy de acuerdo en que el problema de la deuda es antiguo y que no fue generado por el gobierno aprista. Pero también me parece honesto decir que fue agravado por este gobierno, que está entregando no pocos atrasos. El principal problema peruano en este momento, en términos de los atrasos de deuda, es el problema con las multilaterales. Y el nuevo gobierno está recibiendo una situación que muy pocos países en el mundo, si es que existe alguno, tienen.

Luego preguntaba Guillermo Runciman qué pasaría si se hace el pago, se logra el crédito de gobiernos amigos, se superan los atrasos con las multilaterales, y luego no hay recursos para hacer el siguiente pago. Es una pregunta importante. Lógicamente, cuando se establezcan los términos en que se van a repagar los créditos, deberá considerarse cuáles serán los flujos de caja. Debe hacerse un flujo de caja (nosotros hemos elaborado uno en el trabajo) para ver cómo insertar el cumplimiento de los compromisos externos. Hay que considerar también que en la deuda con las instituciones multilaterales no se obtendrían reducciones, lo cual estaría sin embargo compensado por una reducción muy fuerte en la deuda bancaria comercial y en la deuda bilateral.

Creo finalmente que hay consenso, lo cual me parece muy positivo, con respecto a que la única manera de que este programa de pago de deuda resulte es que esté respaldado por un programa macroeconómico serio y coherente, que permita al país obtener un alivio en sus compromisos externos. Gracias.

Preguntas del público

Pregunta. ¿Cree Ud. doctor-Larraín que se podría insertar en este esquema de pago de deuda el mecanismo de pago con exportaciones no tradicionales?

Felipe Larrain. Estos esquemas de pago con exportaciones no tradicionales son mecanismos ingeniosos, pero a veces terminan siendo caros. Normalmente quienes aceptan estos mecanismos dicen: "Bueno, páguenme la deuda con exportaciones, pero al 100% de su valor". El problema de esto es que la deuda se está pagando al 100%, cuando su valor en los mercados secundarios sólo supera escasamente el 6%, resultando así un mal negocio. Se puede aplicar un esquema de este tipo si el descuento es importante y tiene alguna relación con el valor vigente en los mercados secundarios. Ello debe ser así porque pagar con expor-

taciones tienen un alto costo de oportunidad: se podría venderlas y con el producto de la venta, recomprar deuda en el mercado secundario.

Pregunta. ¿Cree Ud. doctor Larraín en la posibilidad de conseguir un financiamiento de la magnitud de los créditos que necesita el Perú, de US\$1,800 millones más S\$500 millones de ayuda para la balanza de pagos?

Felipe Larrain. Estoy de acuerdo en que no es fácil. Lógicamente, en la medida que se flexibilice la posición de los organismos multilaterales, que surjan fórmulas innovadoras que todavía no se hayan usado para solucionar los atrasos, las necesidades van a ser mucho menores. Pero, en la medida que eso no ocurra, la necesidad sigue estando ahí. La posibilidad de obtener el financiamiento es endógena, depende mucho del programa económico que se aplique.