

## INDICE

ARTICULOS	MICHAEL J. TWOMEY. <b>Términos de intercambio, afluencia extraordinaria de divisas y tipo de cambio real en América Latina</b>	275
	JOSE RODRIGUEZ G. <b>Distribución salarial y educación en Lima Metropolitana, 1970-1984</b>	307
	HECTOR NOEJOVICH. <b>Normatividad, institucionalidad y tecnología: el comportamiento peculiar de agentes en la industria pesquera</b>	345
	JORGE ROJAS. <b>Deuda externa peruana: ¿problema solucionado?</b>	399
RESEÑAS	MAXIMO VEGA-CENTENO B. <b>Educación y Conocimiento: eje de la transformación productiva con equidad, Comisión para América Latina y El Caribe y Organización de la Naciones Unidas para la Educación, la Ciencia y la Cultura (CEPAL-UNESCO). SILVIO RENDON S. El péndulo peruano. Políticas económicas, gobernabilidad y subdesarrollo, 1963-1990 de Efraín Gonzales de Olarte y Lilian Samamé. GABRIEL H. RODRIGUEZ B. Keynes et les Keynésiens aujourd'hui. Des solutions pour sortir de la crise? de Janine Bremond</b>	433

## DEUDA EXTERNA PERUANA: ¿PROBLEMA SOLUCIONADO?

Jorge Rojas\*

### 1. INTRODUCCION

El problema del pago de la deuda externa ha estado en el centro de la escena política en el Perú ya por varios años, pero especialmente desde 1985 cuando, al asumir el poder, el Presidente García declaró su intención de restringir dicho pago y, como resultado de ello, mantuvo una actitud beligerante frente a los acreedores extranjeros. El actual gobierno del Presidente Fujimori, por su parte, ha hecho del pago de la deuda externa —y de la “reinserción” del país en los mercados financieros internacionales— uno de los ejes centrales de su política económica, en el aparente entendimiento de que dicha “reinserción” convertiría al país en receptor de nuevos capitales extranjeros que nos sacarían de la terrible situación en que nos encontramos. Aún más, también parece haber aquellos que empiezan a creer que el problema de la deuda se está solucionando como consecuencia de esta política.

Muchos, sin embargo, pueden no estar muy convencidos de que actitudes tales como “no pago porque no quiero”, o “tengo que pagar aunque no pueda” sean las más correctas, y siguen preguntándose qué hacer respecto de la deuda, o qué esperar respecto de este problema en el futuro, o si es que éste es un problema ya solucionado. Una manera de empezar a dar respuesta a tales preguntas es estudiar las muchas cuestiones que se han planteado —o se pueden plantear— respecto del problema de la deuda externa, sea en

---

\* Profesor en el Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

el caso particular peruano, o general de los países en desarrollo. Tal vez la más importante de tales cuestiones ha sido el buscar las causas u orígenes —y de paso, quizá, los “culpables”— del problema; otra cuestión ha sido (o puede ser) el estudiar las consecuencias del problema, sobre todo en lo que se refiere a la performance económica de los países deudores; y un tercer punto sería el concerniente a las posibles salidas o soluciones del problema.

Aunque no es nuestra intención hacer una revisión de la extensa literatura que existe sobre el asunto de la deuda, queremos, de todas maneras, iniciar este artículo señalando algunos puntos interesantes que —sobre las tres cuestiones arriba señaladas— se pueden encontrar en dicha literatura. Luego de eso pasaremos a estudiar el problema que más nos interesa, cual es el analizar, bajo diversas circunstancias, el comportamiento de la “carga de la deuda” en el largo plazo, análisis con el que esperamos ilustrar la importancia del rol que, tanto las tasas de crecimiento de las exportaciones y del producto, como el tipo de cambio y la tasa de interés que se paga por la deuda, juegan en una hipotética solución —o agravamiento— del problema de la deuda. El último punto de este artículo busca analizar la relevancia para el caso peruano de los temas discutidos en el punto segundo y —sobre todo— el tercero.

## 2. DEUDA: CAUSAS, CONSECUENCIAS Y SOLUCIONES

El interés en discutir las causas y antecedentes del problema de la deuda reside en el hecho de que ello debe servir de ayuda en el momento de sugerir las soluciones, pero también porque debe dejar en claro que la responsabilidad del problema —y, por tanto, su solución— la comparten tanto deudores como acreedores: los unos por endeudarse demasiado y los otros por prestar más de lo que debían.

Un primer antecedente del problema de la deuda es el renacimiento alrededor de 1970 del interés de la gran banca internacional en prestarle dinero a los países en desarrollo —especialmente a los latinoamericanos—, algo que no había estado haciendo desde la Gran Depresión de 1929. Este interés se explica en parte por el vigoroso crecimiento —iniciado alrededor de 1960— del mercado del eurodolar,<sup>1</sup> y se vio reforzado después de 1973

---

1. Ver, por ejemplo, Hallwood y MacDonald (1986), Cap. 10, y también Hogan (1987).

por la necesidad de la banca de “reciclar” los petrodólares de los países exportadores de petróleo. Este renovado interés de la nueva banca internacional por encontrar mercados en los países del Tercer Mundo estuvo acompañado por desarrollos de particular importancia, cuales fueron, por un lado, la modalidad de prestar ya no a tasas de interés fijas, sino a tasas de interés flotantes, generalmente ligadas a la London Interbank Offer Rate (LIBOR), ajustables cada tres a seis meses y, por otro, la formación de sindicatos de bancos que podían otorgar préstamos mucho mayores que los que podía otorgar cada banco individualmente. La importancia de estos desarrollos reside en que tanto las tasas flotantes —al transferir de bancos a deudores el riesgo de fluctuaciones inesperadas en las tasas de interés— como la formación de sindicatos de bancos —al hacer que las acciones de cada banco individual se vieran respaldadas por muchos otros bancos— deben haber dado a la banca internacional una falsa sensación de seguridad, llevándola a prestar más de lo que era prudente hacer.

De esta manera, hubo una gran explosión en el valor de los créditos otorgados a los países en desarrollo, el monto de cuya deuda en el mercado del eurodólar se vio multiplicado por 100 entre 1970 y 1981.<sup>2</sup> Esta explosión no fue sino una expresión más de lo que Richard Devlin considera fue una caída en la calidad de la evaluación del riesgo de los préstamos internacionales por parte de los bancos, otra de cuyas manifestaciones habría sido la nueva modalidad de hacer préstamos de libre disponibilidad, y no para fines o proyectos específicos.<sup>3</sup> Mientras que muchos pueden haber visto en esta nueva actitud de los bancos una manifestación de inocente candidez, otros han visto en ella a los bancos forzando, o imponiendo, préstamos sobre los países en desarrollo. Pero no se puede negar que algún grado de ingenuidad por parte de los bancos estuviera presente, sobre todo a la luz de la convicción —al parecer difundida entre los bancos— de que “los países no quiebran”, y que Jeffrey Sachs atribuye al presidente del Citicorp.<sup>4</sup>

---

2. Ver Devlin (1986), Cuadro 9.

3. Devlin (1986), pp. 31-46.

4. Sachs (1989), p. 8.

Pero aún así, un excesivo interés por parte de los bancos en prestar a los países en desarrollo no sería por sí solo una explicación razonable y suficiente de porqué existe el problema de la deuda, sobre todo si los países deudores hubiesen hecho un uso eficiente y productivo de los fondos recibidos.<sup>5</sup> Pero éste parece haber sido otro de los problemas: que hubo, por parte de los deudores, un derroche de recursos que no les permitió incrementar ni su producto ni —mucho menos— su capacidad generadora de divisas. Uno de los fenómenos ligados a este derroche de recursos fue la fuga de capitales: grandes cantidades de dólares que —aprovechando políticas poco aconsejables de subvaluación del tipo de cambio y tasas de interés real negativas— salieron al extranjero vía diversos mecanismos, yendo a refugiarse en la seguridad de las bóvedas de bancos extranjeros, huyendo, quizá, de la inestabilidad política doméstica. Sin embargo, ha habido quienes han sostenido que dicha fuga de capitales no obedece, simplemente, a la inestabilidad política interna de algunos países en desarrollo, o a errores en sus políticas económicas, sino que ella es también incentivada por los bancos y los gobiernos de los países industrializados.<sup>6</sup>

Si gran parte de los recursos captados a través de nuevos préstamos puede haber sido derrochada indirectamente —vía fuga de capitales— otra parte debe haber sido dilapidada de manera algo más directa por los recipientes de dichos créditos. Se ha acusado, por ejemplo, a los gobiernos de los países deudores de haber adquirido nueva deuda externa para subsidiar importaciones de bienes de consumo, importar armas, financiar el crecimiento de la burocracia, o invertir en faraónicos proyectos de infraestructura. Respecto del crecimiento del sector público, Kuczynski señala, por ejemplo, que el gasto público como porcentaje del PBI en siete importantes economías latino-

---

5. Y el uso eficiente de los recursos captados no podía sino tener mayor importancia en momentos en que dichos recursos ya no provenían de créditos concesionales otorgados por agencias multilaterales y gobiernos extranjeros, sino de la banca privada.

6. Díaz-Alejandro (1984), por ejemplo, escribía: "Los bancos extranjeros no reportan a los gobiernos latinoamericanos los intereses percibidos por residentes latinoamericanos; los bancos norteamericanos no retienen impuestos a los intereses cuando los depositantes dan una dirección fuera de los Estados Unidos. Tanto la fuga de capitales como la evasión de impuestos son abiertamente incentivadas por los sectores públicos y privados de los países de la OECD" (p. 379).

americanas creció de un promedio de 28% en 1970 a uno de 42% en 1982.<sup>7</sup> En relación a las importaciones de armas, por lo menos dos autores coinciden en estimar que un 20% del endeudamiento neto de los países en desarrollo entre 1970 y 1982 fue gastado en armamento.<sup>8</sup> Sin embargo, los sectores públicos no parecen haber tenido el monopolio del derroche en estos casos: autores diversos han hecho referencia a la “socialización” de deudas con el extranjero que empresas privadas no han podido solventar.<sup>9</sup>

A pesar de todos los errores que bancos acreedores y países deudores cometieran durante los años —década del 70— en que la deuda externa de los países en desarrollo creció explosivamente, lo cierto es que —hacia 1980— nadie parecía esperar crisis financiera de ningún tipo. Tal como lo pusiese Díaz-Alejandro (1984):

“Una Casandra podría haber estado correcta sobre la deuda en 1980, pero hubiese tenido que confiar en revelaciones metafísicas, no cuantitativas... Indicadores de deuda y medidas agregadas de solvencia en 1980 no parecían ser significativamente peores que los de 1973” (pp. 343-344)

“Asesoría para éstas (Argentina y Chile) y otras naciones del tercer mundo devino en abundante (y lucrativa) durante aquellos años e incluyó algunos de los más conocidos banqueros de Nueva York. Pocos han sostenido de manera creíble haber advertido a los países sobre la crisis que se venía” (p. 349)

Si hacia 1980 muy pocos podrían haber predecido la inminencia del problema de la deuda es también porque diversos eventos en esa coyuntura jugaron un papel decisivo en desatar —o agravar— la crisis. El más importante de dichos eventos fue la crisis económica internacional de 1980-82, la que a su vez causó —o agudizó— un deterioro en los términos de intercambio de los países deudores no exportadores de petróleo —con la consecuente caída en el valor de sus exportaciones—, así como una tremenda alza en las tasas de interés reales que estos países pagaban por sus deudas. La importancia de

---

7. Kuczynski (1988), Tabla 3.1.

8. Dichos autores -Michael Brzoska y Rita Tullberg- son citados en Avery (1990), p. 516.

9. Ver, por ejemplo, Sachs (1989), p. 13, y Díaz-Alejandro (1984), pp. 356 y 378.

estos eventos ha sido ilustrada por varios autores. Dornbusch,<sup>10</sup> por ejemplo, nos hace notar que mientras para el período 1970-73 el Prime Rate promedio era de 6.7%, la tasa de inflación del comercio mundial 12.4% anual, y la tasa de crecimiento del producto mundial 4.7%, las correspondientes cifras para el período 1979-82 eran de 15.5%, 4.4% y 1.1%. Una situación parecida nos presenta Mario Simonsen al insistir sobre la importancia de los eventos de 1980-82.<sup>11</sup> El hace notar que, mientras para el período 1974-80 el promedio de la tasa LIBOR mas una sobretasa ('spread') de 1.5% era 10.7%, y la tasa de crecimiento anual de las exportaciones de los países en desarrollo no exportadores de petróleo promediaba un 21.1%, las correspondientes tasas para el período 1981-82 eran de 16.3% y 1%. Estas cifras, pues, apuntaban en la dirección de reducir el ritmo de crecimiento de las exportaciones de los países deudores, mientras al mismo tiempo aumentaba el costo del servicio de sus deudas.

Hay dos cuestiones que deben destacarse a esta altura. La primera concierne al papel jugado por lo que Simonsen denomina una "mezcla no ortodoxa de políticas monetarias restrictivas y políticas fiscales expansivas" en los Estados Unidos a comienzos de los ochenta, en el alza de las tasas de interés reales en los mercados financieros internacionales.<sup>12</sup> No fue, pues, la recesión económica en general la que causó el alza en las tasas de interés, sino la manera en que variables claves para la economía mundial eran manejadas, en este caso, por el gobierno norteamericano. La segunda cuestión se refiere al papel de la deuda externa —y de las políticas de los países deudores— en relación a la disminución de la capacidad de exportación de estos países: a decir de Díaz-Alejandro, el deterioro de los términos de intercambio podría haber sido "endógeno hasta cierto punto", ya que a dicho deterioro deben haber contribuido las recesiones domésticas y las devaluaciones reales en los países deudores que buscaban exportar más para pagar sus deudas.<sup>13</sup>

---

10. Dornbusch (1986), Tabla 4.2.

11. Simonsen (1985), p. 120.

12. Simonsen (1985), p. 101.

13. Díaz-Alejandro (1984), pp. 353-354.

En todo caso, estos factores —el alza en las tasas de interés, el deterioro en los términos de intercambio, y la caída en la tasa de crecimiento de la economía mundial—, junto con la apreciación del dólar con respecto a otras monedas, hicieron cada vez más difícil para los deudores el mantenerse al día en sus pagos, y en agosto de 1982 México anunció que no estaba en capacidad de seguir cumpliendo sus obligaciones con acreedores extranjeros, inaugurando así la etapa más crítica del problema de la deuda, al tratar los bancos de cortar casi totalmente sus préstamos a los países en desarrollo, lo cual forzó a algunos otros países —entre ellos el Perú— a cesar sus pagos.

Pero esto ya nos lleva a tratar nuestro segundo punto, cual es el de las consecuencias del problema de la deuda. De los tres puntos que hemos distinguido —causas, consecuencias y soluciones— éste es el que menos atención parece haber recibido por parte de los autores sobre deuda. Sin embargo —creemos— hay cuestiones importantes que debemos resaltar en relación a este punto si vamos a entender el problema de la deuda en su integridad. Una primera de tales cuestiones concierne el hecho de que los deudores, de ser importadores de capital, pasan a convertirse, sobre todo a partir de 1982, en exportadores netos de recursos, y ello como resultado tanto de la negativa de la banca a conceder nuevos créditos, como del afán en hacer lo posible por pagar la deuda por parte de los gobiernos de los países deudores.<sup>14</sup> Sin embargo, esta transferencia neta de recursos al exterior no implicó —dada la tremenda alza en las tasas de interés— una reducción en el valor de la deuda; es decir, el valor de la deuda siguió creciendo a pesar de que no estaban llegando nuevos capitales, ni mucho menos.<sup>15</sup> Obviamente, el que existiera transferencia neta de recursos al exterior tampoco significa que todos los países deudores estuviesen al día en sus pagos: buscando ilustrar la diversidad de situaciones existentes respecto del problema de la deuda en América Latina, la CEPAL señala que —por ejemplo— hacia 1987, seis países de la

---

14. Este último hecho es subrayado, no sin cierta sorpresa, por diversos autores. Ver, por ejemplo, Díaz-Alejandro (1984), p. 356; Dornbusch (1986), pp. 132 y 149; y Sachs (1989), p. 292 (“No sorprende mucho que los bancos presten tan poco... el asunto es porqué estuvieron los países tan dispuestos a conformarse”).

15. Ugarteche (1991) señala, por ejemplo, que la deuda total de América Latina aumentó en un 24% entre 1982 y 1987, “a pesar de tener la región una transferencia neta negativa” (p. 109).



región se mantenían al día en sus pagos, otros ocho estaban en una situación de moratoria de carácter conciliador, y uno (el Perú) en una posición algo más antagónica con la banca.<sup>16</sup>

Una segunda cuestión —que también concierne a las relaciones entre la banca y los deudores— tiene que ver con la pugna entre deudores y acreedores por la distribución de los costos que la solución del problema de la deuda necesariamente conlleva. Sobre el resultado de esta pugna, a decir de Rudiger Dornbusch (1986), no nos debería quedar ninguna duda:

“Hay una diferencia crítica entre el problema de la deuda ahora y durante los años 30. Hoy en día las deudas continúan siendo pagadas, y el peso de hacer eso posible ha sido cargado por el sistema financiero internacional, con la ayuda del FMI, de lleno sobre las espaldas de los deudores” (p. 132)

Sobre el carácter decisivo del rol jugado por el Fondo Monetario Internacional en hacer posible el resultado señalado por Dornbusch —así como la mayor y mayor importancia que ha ido ganando a lo largo de la crisis— es algo sobre lo que han insistido varios autores, y algunos lo han acusado directamente de ayudar a la banca a organizar un cartel de acreedores, mientras los países deudores eran mantenidos aislados los unos de los otros, contribuyendo a mantener de esta manera la asimetría en las negociaciones entre la banca y sus deudores.<sup>17</sup> Otros autores hacen referencia a la poca legitimidad de los programas de ajuste negociados por el Fondo con las autoridades de los países deudores:

“Los programas del FMI son negociados, en su mayoría, entre un equipo tecnocrático del gobierno deudor y funcionarios del FMI, en secreto. La carta de intención con el FMI no es generalmente hecha pública por el gobierno deudor. El resultado es que el acuerdo con el Fondo muy a menudo tiene poco apoyo político interno, y requiere de acciones por

---

16. Naciones Unidas (1988), p. 32.

17. Ver, por ejemplo, Díaz-Alejandro (1984), pp. 355-56, y Dornbusch (1986), pp. 140 y 149. El FMI, por supuesto, no podría haber estado solo en esta tarea: Krugman (1989) recalca el rol jugado por la presión política ejercida por los gobiernos acreedores (especialmente el norteamericano) sobre los deudores (p. 292).

parte de ramas del gobierno (p. e., el poder legislativo) o del sector privado (p.e., organizaciones sindicales) que no fueron parte del acuerdo."<sup>18</sup>

Una última cuestión serían las consecuencias para los países deudores de este orden de cosas; o sea, del hecho de que sean ellos los que están pagando por el problema y de que se hayan convertido, por tanto, en exportadores netos de capital. El hecho de que el continuar pagando la deuda —en las condiciones en que eso se ha hecho— se ha convertido en un obstáculo al crecimiento de los países deudores es algo que no sólo autores poco heterodoxos se han molestado en reconocer,<sup>19</sup> sino que también puede ser ampliamente ilustrado con cifras. Usemos para ello datos del mismo Fondo Monetario Internacional:<sup>20</sup> la tasa promedio de crecimiento anual del producto real para lo que el Fondo define como el Grupo de 15 Países más Endeudados (en su mayoría latinoamericanos, el Perú entre ellos) cayó de 6.0% durante el período 1969-80 a 1.3% durante 1981-87 (la respectiva tasa per cápita cayó de 3.6% a -0.9%), mientras que la inflación promedio subió de 31.0% a 86.9%. Pero lo que es, quizá, más significativo: la formación bruta de capital como porcentaje del producto cayó de un promedio de 24.8% durante el período 1979-80 a 19.3% durante el período 1981-87, mientras que, al mismo tiempo, los déficits fiscales subían de 0.8% a 4.7% del producto. Estas últimas cifras no pueden sino indicar que una porción significativa del excedente económico de los países deudores no estaba siendo invertido domésticamente, sino que era remitido al exterior, en pago por la deuda.<sup>21</sup>

De esta manera, las consecuencias económicas, políticas y sociales para los países deudores —sobre todo en América Latina— han sido enormes: el empobrecimiento y la redistribución regresiva del ingreso durante la década de los ochenta, que ha tenido expresiones dramáticas, como los 300,00 casos

---

18. Sachs (1989), p. 31.

19. Ver, por ejemplo, Kuczynski (1988), p. 22.

20. Ver Fondo Monetario Internacional (1987), varias tablas del Apéndice Estadístico.

21. Siendo el gobierno el más grande deudor, parte de dicho excedente era capturado por la banca internacional indirectamente a través de los déficits fiscales.

de cólera en el Perú en 1991;<sup>22</sup> el malestar social que, en algunos casos, ha asumido formas extremadamente violentas; el retorno de la ortodoxia liberal en las políticas económicas; etc. Casi paradójicamente, ha habido también un retorno de los gobiernos democráticamente elegidos —ya no hay más dinero para seguir importando armas—, pero el grado de estabilidad de las nuevas democracias no parece ser el óptimo, y muy pocos partidos políticos en el poder ganan la aprobación suficiente por parte del electorado para poder ser reelegidos.

Si de los tres puntos que hemos distinguido —causas, consecuencias y soluciones del problema de la deuda— las consecuencias eran las que menos atención parecían haber recibido, con las soluciones ha sucedido lo contrario; y es que, en realidad, hay mucho que decir sobre el tema. Hay diferentes maneras de aproximarse a la literatura sobre las soluciones al problema de la deuda. Una primera manera que nos interesa es ir desde los enfoques más “optimistas” —el problema, si no se arregla solo, ya lo están arreglando entre la banca, el FMI y el Club de París— hasta los más “pesimistas” —que sugieren que se requieren reformas fundamentales, sea en la manera como son regulados los flujos internacionales de capital, sea en la estructura económica de los países deudores—, pasando por aquellos que sugieren la necesidad de ajustes relativamente menores. Una segunda aproximación de interés consiste en distinguir las diferentes soluciones propuestas al problema de la deuda según quién paga —y quién se beneficia— con cada tipo de solución, notando si éstas involucran acciones unilaterales y/o negociadas por parte de deudores y acreedores. En todo caso, es el primer tipo de aproximación el que más nos interesa.

Los enfoques más “optimistas” plantean que precios más altos de las materias primas, tasas de interés más bajas, y un menor valor del dólar deberían ser suficientes para que el problema de la deuda se resuelva y que,

---

22. Griffith-Jones y Sunkel (1986) —en comentarios que atribuyen a Dornbusch y Díaz-Alejandro— comentan, por ejemplo, que mientras la acumulación de deuda en varios países favoreció sobre todo a la clase media y clase media acomodada, que se beneficiaron de la fuga de capitales y de la ola de importaciones, el costo del esfuerzo de pagar la deuda recae más que nada sobre los trabajadores, en la forma de menores salarios y mayor desempleo (p. 141).

mientras tanto, los programas de ajuste del FMI y las negociaciones con la banca privada y el Club de París deberían servir para evitar el desmoronamiento del sistema financiero internacional, que sería de funestas consecuencias para la economía mundial. La cuestión es, justamente, qué garantía existe de que dichas variables se comportarían de la manera deseada por un lapso de tiempo lo suficientemente largo como para que el problema se solucione sin mayor costo para las partes involucradas.

El hecho de que no existe garantía de que las variables relevantes al problema de la deuda se van a comportar bien por un buen tiempo, lleva a un tipo de enfoque algo menos "optimista", que propone una serie de reformas, así como mecanismos ad hoc encaminados a garantizar una solución. Aquí trataremos de señalar sólo algunos de ellos:

- Conversión de la deuda en capital, por la cual inversionistas compran a la banca internacional deuda (descontada), la cual luego canjean por moneda local en el país emisor, invirtiendo -se supone- ese dinero en el país. De esta manera, el país deudor ya no necesita de dólares para pagar la deuda. Sin embargo, existe el hecho de que, por un lado, dinero así invertido debe generar futuras obligaciones con el exterior y, por otro, que este mecanismo puede estar sustituyendo la entrada de nuevos capitales.<sup>23</sup>
- Pago en productos. En este caso la idea es similar a la anterior —ya no se necesitan dólares, al menos no directamente—, y el problema básico con ella es que los acreedores por lo general exigen productos que luego puedan fácilmente vender, lo cual también podría hacer el país deudor, con lo que este mecanismo deja de representar una ventaja.<sup>24</sup>
- Préstamos oficiales de los países industrializados a los países deudores. Dado el más fácil acceso de los gobiernos de los países industrializados —y las agencias multilaterales— a los mercados financieros internacionales, estos préstamos podrían sustituir aquellos suministrados por la

---

23. Ver, por ejemplo, Kuczynski (1988), pp. 169-70, y Krugman (1989) p. 293.

24. Kuczynski (1988), p. 170.

banca privada a los países deudores, haciendo menos oneroso para éstos el servicio de sus deudas. Esquemas varios para llevar adelante este tipo de opción han sido sugeridos: la emisión de bonos libres de impuestos a nivel mundial; el aumento de las contribuciones de los países industrializados a las agencias financieras multilaterales; etc.<sup>25</sup> El asunto es que, en todo caso, la iniciativa estaría enteramente en las manos de los países acreedores (los cuales no parecen haber mostrado mucho interés).

- Nueva emisión de Derechos Especiales de Giro. Esta sería una manera de aumentar la liquidez sin costo adicional para país alguno, privilegio hasta ahora del emisor de los billetes verdes, los Estados Unidos.<sup>26</sup>
- Flexibilización del servicio de la deuda a través de una diversidad de mecanismos que han sido propuestos: asociar el monto del servicio de la deuda a la capacidad de pago de los países deudores, capitalizando los intereses que estén por encima de, por ejemplo, cierto porcentaje del ingreso por exportaciones; pago de parte del servicio de la deuda en moneda local; capitalización de intereses cuando la tasa exceda un tope dado; limitar el monto del servicio de la deuda de tal manera de evitar transferencias netas negativas al exterior; etc. Variadas críticas se han hecho a estas propuestas en lo que concierne a su viabilidad y/o su conveniencia, pero nosotros no las vamos a discutir aquí.

Por último, los enfoques más “pesimistas” sugieren que el problema de la deuda requiere de soluciones y reformas algo más radicales. Aunque diferentes autores enfatizan diferentes tipos de salidas, las direcciones en que éstas apuntan serían sobre todo cuatro: reducción del costo de la deuda, fortalecimiento de la estabilidad del sistema financiero internacional, aumento del flujo de capitales privados hacia los países deudores, y reformas económicas en los países deudores. Veamos cada una de ellas:

---

25. Ver, por ejemplo, Simonsen (1985), p. 123

26. Griffith-Jones y Sunkel (1986), p. 144.

- Reducción del costo de la deuda. En este caso puede hablarse de la reducción del valor de la deuda o de los intereses. En cuanto a lo primero, Jeffrey Sachs señala que en crisis pasadas una condonación parcial de la deuda ha sido la norma y no la excepción, mientras que Dornbusch estima que hacerlo en la presente crisis sería en interés de todos.<sup>27</sup> La otra manera de reducir el costo de la deuda sería fijando tasas topes de interés, estableciendo así tasas concesionales en alguna medida y no simplemente capitalizando los montos en exceso de dichos topes (lo cual podría ser una manera de simplemente postergar el problema, sobre todo si los intereses se mantienen elevados en el tiempo). Soluciones de este tipo harían que la banca y/o los gobiernos (= contribuyentes) de los países acreedores asuman parte del costo del problema. Propuestas específicas para llevar adelante este tipo de soluciones incluyen desde la compra de deuda descontada a los bancos por una agencia multilateral —existente o por crearse— que pueda luego reestructurar dicha deuda a plazos más largos y tasas de interés menores (y aún fijas), hasta comprometer al gobierno norteamericano a eliminar sus gigantescos déficits —facilitando de esta manera la reducción de las tasas de interés de mercado—, pasando por cambios en las regulaciones financieras en los países acreedores que permitan a los bancos hacer concesiones en cuanto a plazos y tasas de interés sin que ello les signifique tener que elevar el monto de sus reservas por los préstamos involucrados,<sup>28</sup> o que eviten que parte de los intereses pagados por los deudores vayan casi directamente a las arcas fiscales de los países acreedores.<sup>29</sup>

---

27. Sachs (1989), p. 23, y Dornbusch (1986), p. 148.

28. Kuczynski (1988), p. 175.

29. Tal como lo explica Simonsen (1985): "Las tasas reales de interés son anormalmente altas antes de impuestos, pero no una vez que el efecto del impuesto a la renta es tomado en cuenta. Las fuerzas del mercado determinan las tasas de interés después de impuestos, que son las relevantes para los ahorristas e inversionistas domésticos. Pero las tasas de interés antes de impuestos son las que afectan las Balanzas de Pagos de los países deudores y las que son los suficientemente altas para poner en riesgo su solvencia. En otras palabras, por la manera como las leyes impositivas operan, tratando los intereses como un ingreso imponible de los prestamistas y como gasto deducible del ingreso de los ahorristas domésticos, se crea una transferencia fiscal perversa de países deudores a países acreedores" (p. 109).

- Fortalecimiento de la estabilidad del sistema financiero internacional. En este caso se enfatiza que la gran expansión de la actividad bancaria internacional de años recientes —el mercado del eurodólar, por ejemplo— se ha realizado, en alguna medida, al margen de las regulaciones financieras nacionales, buscando sacar provecho de la asimetría existente entre las regulaciones relativamente estrictas que afectan las transacciones en moneda doméstica entre residentes y las regulaciones mucho menos rigurosas que se aplican a transacciones en moneda extranjera entre no residentes. Se arguye, entonces, que hay lugar para un rol regulador mucho más explícito por parte de los bancos centrales de los países industrializados que permita, por ejemplo, moderar expansiones excesivas del crédito en períodos de euforia e incrementarlo en períodos de crisis.<sup>30</sup>
  
- Aumento del flujo de capitales privados hacia los países deudores. Este aumento puede lograrse si los mismos países acreedores otorgan mayores garantías a los capitales privados que fluyen hacia los países deudores. Mecanismos deben poder crearse en la modalidad de seguros de crédito de exportación que cubran también las exportaciones de capital. Pero así como se puede buscar incentivar el flujo de nuevos capitales privados, también se puede tratar de desincentivar la salida (fuga) de capitales desde los países deudores eliminando “paraísos tributarios”, o comprometiéndolo a la banca a suministrar información a las autoridades tributarias de los países de origen de sus depositantes extranjeros.<sup>31</sup>
  
- Reformas económicas en los países deudores. En general todos los autores coinciden en afirmar la necesidad de cambios en los países deudores si es que éstos van a salir del problema en que se encuentran; pero diferentes autores enfatizan distintos cambios. Los hay desde aquellos que encuentran en las políticas de industrialización orientadas hacia el mercado interno —que acentuaban el rol del estado en la economía— a las grandes culpables del problema, proponiendo como salida la terapia liberalizadora del FMI, hasta aquellos que sugieren que

---

30. Griffith-Jones y Sunkel (1986), pp. 162-165.

31. Díaz-Alejandro (1984), p. 388.

la disminución en la capacidad de importación de los países deudores puede abrir campo para una nueva ola de sustitución de importaciones. Parece haber consenso, sin embargo, de que las cosas no pueden seguir como estaban y que un eje básico de las nuevas políticas debería ser la promoción de exportaciones, lo cual implica la eliminación del sesgo anti-exportador de las políticas proteccionistas tradicionales, de tal manera que generar un dólar en el sector exportador cueste lo mismo que ahorrarlo en el sector sustitutivo. Varios autores, sin embargo, coinciden en señalar que una cosa es promoción de exportaciones y otra muy distinta liberalización comercial.<sup>32</sup>

Finalmente, en cuanto a quién paga -y quién se beneficia con cada tipo de solución, y si éstas implican acciones unilaterales o negociadas, sólo podremos puntualizar lo siguiente: como ya lo hemos indicado, hasta ahora quienes han cargado con el problema han sido mayormente los países deudores, pues la mera reprogramación de las deudas no ha implicado concesiones por parte de la banca, ni tampoco la afluencia de nuevos capitales en premio por el buen comportamiento; todo esto como resultado de la disposición de los países deudores a aceptar las propuestas de sus acreedores, o de su incapacidad para rechazarlas. Ahora bien, ¿de qué depende la fuerza de un país deudor en la mesa de negociaciones con sus acreedores? Tres podrían ser los factores básicos: tamaño, importancia político-estratégica, y los recursos propios a su disposición.<sup>33</sup> Curiosamente, de estos tres, tal vez sea el tamaño el más importante y el más fácil de ganar —a través de un frente de países deudores—, pero esta opción nunca se cristalizó, y tendría que haber cambios importantes para que ello suceda en el futuro.

### 3. EL COMPORTAMIENTO DE LA "CARGA DE LA DEUDA" EN EL LARGO PLAZO

Algo que notamos al revisar la literatura sobre deuda es el aparente poco interés por modelar la dinámica de la deuda y, más específicamente, el comportamiento de la "carga de la deuda" en el largo plazo, en la manera

---

32. Ver, por ejemplo, Dornbusch y Park (1987), p. 403, y otras referencias allí dadas.

33. Ver Haggard y Kaufman (1989), pp. 264-266.



primero usada por Domar en un artículo clásico originalmente publicado en 1944.<sup>34</sup> La carga de la deuda, en este caso, es definida como la razón entre el monto de la deuda pública y el valor del producto, y su comportamiento en el largo plazo debe depender de una serie de variables —tales como la tasa de interés, la tasa de crecimiento del producto, la nueva deuda que adquiere el gobierno cada año, etc.— lo cual puede ser ilustrado con el uso de ecuaciones diferenciales. El interés en hacer ejercicios similares a los de Domar surge del hecho de que la deuda que aquí nos interesa es a acreedores extranjeros y está denominada en moneda extranjera, por lo que requiere un enfoque algo distinto al usado tradicionalmente pues, como veremos, debe haber variables adicionales —tales como el tipo de cambio y su tasa de devaluación— que deben ahora ser tomadas en cuenta y que le dan un nuevo interés al tratamiento del problema. Con la intención, entonces, de ilustrar este asunto, lo que haremos es presentar tres situaciones, empezando por la más sencilla, para ver cómo se comporta la carga de la deuda en cada una de ellas.

Una primera situación sería una en la cual se sigue, simplemente, la política de evitar que la deuda crezca. En un caso como éste, el saldo (positivo) en cuenta corriente de la Balanza de Pagos debe cubrir el servicio de la deuda externa, de tal manera que:

$$D'(t) = S(t) - X(t) + M(t) = 0^{35} \quad (1a)$$

donde  $D'(t)$  mide cambios en el monto adeudado;  $S(t)$  representa el servicio de la deuda; mientras que  $X(t)$  y  $M(t)$  son los montos de bienes y servicios exportados e importados, respectivamente. El comportamiento de estas tres últimas variables lo podemos describir de la siguiente manera:

$$S(t) = iD_0 \quad (1b)$$

$$X(t) = X_0 e^{nt} \quad (1c)$$

$$M(t) = mY(t) \quad (1d)$$

---

34. Ver Domar (1957). Autores más recientes que se ocupan de la dinámica de la deuda y que podemos mencionar aquí, incluyen Simonsen (1985) y Solís y Zedillo (1985).

35. O sea,  $X(t) - M(t) = S(t)$ .

donde  $i$  es la tasa de interés que se paga por la deuda,  $n$  la tasa (exógena) a la que crecen las exportaciones, y  $m$  la propensión a importar (media y marginal) de la economía.

Las ecuaciones (1a)-(1d) pueden resolverse para  $Y(t)$ , asumiendo valores dados de  $m$ ,  $n$  e  $i$ , de tal manera que el ingreso debe crecer según la siguiente función:

$$Y(t) = (X_0 e^{nt} - iD_0)/m \quad (1e)$$

En este caso, entonces, el ingreso estaría creciendo a una tasa que cae con el tiempo, pero que tendría  $n$  como piso.<sup>36</sup> De esta manera, sería necesario —por ejemplo— aumentar la tasa de crecimiento de las exportaciones solamente para evitar que la tasa de crecimiento del producto caiga, pero, al mismo tiempo, la carga representada por el servicio de la deuda iría perdiendo importancia como resultado del crecimiento del producto:

$$\frac{D(t)}{y(t)} = mD_0 / (X_0 e^{nt} - iD_0) \quad (1f)$$

Una segunda situación —algo más plausible y de mayor interés que la primera— sería una en la cual ya no se garantiza que el saldo en cuenta corriente cubra el servicio de la deuda —con lo cual ahora la deuda podría crecer o decrecer—, pero se sigue, en cambio, la política de obtener saldos positivos en cuenta corriente iguales a una fracción  $b$  de las importaciones de bienes y servicios. Las ecuaciones apropiadas para describir este tipo de situación serían las siguientes:

$$D'(t) = S(t) - X(t) + M(t) \quad (2a)$$

$$S(t) = iD(t) \quad (2b)$$

$$X(t) = X_0 e^{nt} = (1 + b)M(t) \quad (2c)$$

$$M(t) = mY(t) \quad (2d)$$

36. Dicha tasa sería igual a  $n + (niD_0) / (my(t))$

Estas ecuaciones pueden ahora resolverse para  $Y(t)$  y  $D(t)$ :

$$Y(t) = Ae^{nt} \quad (2e)$$

donde  $A = X_0/[m(1+b)]$ . Como resultado, entonces, de la relación fija que existe ahora entre producto y exportaciones —a través de las importaciones— la tasa de crecimiento del producto es también igual a  $n$ . El comportamiento del monto adeudado, por otro lado, responde a la siguiente ecuación diferencial:

$$D'(t) - iD(t) = -bX_0e^{nt}/(1+b) \quad (2f)$$

la cual, al ser resuelta, arroja:

$$D(t) = (D_0 + B)e^{it} - Be^{nt} \quad (2g)$$

donde  $B = bX_0/[(1+b)(n-i)]$ . De esta manera, podemos ahora usar los resultados obtenidos en las ecuaciones (2e) y (2g) para medir la carga que la deuda representa para esta economía en un momento dado:<sup>37</sup>

$$\frac{D(t)}{Y(t)} = Ae^{(i-n)t} - B \quad (2h)$$

donde  $A = [(m(1+b)D_0)/X_0 + bm/(n-i)]$ ; y  $B = bm/(n-i)$ . En este caso, sería entonces el primer término del lado derecho de la ecuación (2h) el determinante fundamental del comportamiento de la carga de la deuda, y la condición básica para que esta carga disminuya con el tiempo sería que la tasa a la que crecen las exportaciones y el producto ( $n$ ) sea mayor que la tasa de interés ( $i$ ) que se paga por la deuda.<sup>38</sup> Este resultado, empero, no representa una gran novedad: era de esperar que para que la deuda no aumente su importancia en relación al producto —ahora que ya no existe la garantía de que el saldo en cuenta corriente cubra el servicio de la deuda— se requiere que el producto

37. Una expresión para la carga representada por el servicio de la deuda podría obtenerse simplemente multiplicando la ecuación (2h) por  $i$ .

38. De esta manera, también, la expresión que multiplica a  $e^{(i-n)t}$  en la ecuación (2h) sería con seguridad positiva.

crezca a una tasa mayor que aquella tasa a la que crecería la deuda si es que no se invirtiesen recursos en pagarla.

Una tercera situación —de mayor interés que las anteriores— sería una en la cual no se da nada por garantizado y se permiten tasas de crecimiento independientes para las exportaciones y el producto, mientras que la única condición sobre las importaciones sería que sean una fracción fija del producto. Esta situación la podemos representar con las siguientes ecuaciones:

$$D'(t) = S(t) - X(t) + M(t) \quad (3a)$$

$$S(t) = iD(t) \quad (3b)$$

$$X(t) = X_0 e^{nt} \quad (3c)$$

$$M(t) = mY(t) \quad (3d)$$

$$Y(t) = Y_0 e^{gt} \quad (3e)$$

De esta manera, las exportaciones estarían creciendo ahora a una tasa  $n$ , y el producto a una tasa  $g$ . La ecuación diferencial que describe el comportamiento del monto adeudado sería ahora la siguiente:

$$D'(t) - iD(t) = -X_0 e^{nt} + mY_0 e^{gt} \quad (3f)$$

la cual da la siguiente solución:

$$D(t) = Ae^{it} - Be^{nt} + Ce^{gt} \quad (3g)$$

donde  $A = [D_0 - mY_0/(g-i) + X_0/(n-i)]$ ;  $B = X_0/(n-i)$ ; y  $C = mY_0/(g-i)$ . De esta manera, la carga de la deuda,  $D(t)/Y(t)$ , se obtendría simplemente dividiendo (3g) entre (3e), lo cual arroja:

$$\frac{D(t)}{Y(t)} = [Ae^{(i-g)t} - Be^{(n-g)t} + C]/Y_0 \quad (3h)$$

donde podemos esperar que el primer término de la derecha sea siempre positivo, el tercer término una constante, pudiendo ser el segundo término positivo o negativo. El comportamiento de la carga de la deuda en el mediano y largo plazo, entonces, va a depender del signo y las magnitudes absolutas del primer y segundo término, los cuales a su vez dependerían de la relación entre la tasa de interés y las dos tasas de crecimiento envueltas, por lo que

hay una diversidad de situaciones que pueden emerger, algunas más favorables (o menos desfavorables) para el país deudor que otras. En general, mayores tasas de interés tendrán un efecto desfavorable sobre el país deudor; mayores tasas de crecimiento de las exportaciones un efecto favorable; pero el efecto de una mayor tasa de crecimiento del producto tiene algún grado de ambivalencia, pues no sólo aumentaría el valor del denominador de  $D(t)/Y(t)$ , sino que también redundaría en una mayor tasa de crecimiento de las importaciones, lo cual —de acuerdo con (3a)— disminuiría el saldo en cuenta corriente de que el país dispone para pagar la deuda externa.<sup>39</sup>

La diversidad de situaciones que pueden emerger, según los diferentes valores que tomen la tasa de interés y las dos tasas de crecimiento envueltas, es presentada en la Tabla 1, ordenadas de la más favorable a la más desfavorable para el país deudor.

TABLA 1

COMPORTAMIENTO DE  $D(t)/Y(t)$  BAJO SEIS SITUACIONES DISTINTAS

Signo y Cambio en la Magnitud\* de:

Situación	$Ae^{(i-g)t}$	$-Be^{(n-g)t}$
1) $n > g > i$	+ ↓ (baja)	- ↑ (cae más)
2) $g > n > i$	+ ↓ (baja)	- ↓ (cae menos)
3) $g > i > n$	+ ↓ (baja)	+ ↓ (sube menos)
4) $n > i > g$	+ ↑ (sube)	- ↑ (cae más)
5) $i > g > n$	+ ↑ (sube)	+ ↓ (sube menos)
6) $i > n > g$	+ ↑ (sube)	+ ↑ (sube más)

\* El cambio en la magnitud se refiere a la variación en el valor absoluto de la expresión cuando  $t$  aumenta.

39. Como se puede ver en (3h) un mayor valor de  $g$  disminuiría la magnitud del primer término de la derecha (que es positivo), pero, por otro lado, disminuiría también la magnitud del segundo término (que sería negativo si  $n > i$ ).

Como se puede observar en la Tabla 1, solamente las tres primeras situaciones pueden considerarse como favorables para el país deudor, en el sentido de que sólo bajo esas circunstancias estaría garantizada una disminución de la carga de la deuda con el correr del tiempo: la magnitud de la porción positiva estaría bajando, mientras que la segunda porción sería o negativa o positiva pero en descenso. Las tres situaciones restantes, y sobre todo las dos últimas, donde la tasa de interés está por encima de las tasas de crecimiento del producto y de las exportaciones, deben implicar un agravamiento del problema que la carga de la deuda representa para el país deudor.

Sin embargo, hasta ahora no hemos explicitado en que moneda (o monedas) estamos midiendo el producto  $Y(t)$  y la deuda externa  $D(t)$ . Lo usual, en todo caso, es pensar en moneda local (soles) cuando se habla del producto, y en dólares cuando se habla de la deuda externa, lo cual no nos permite hacer comparaciones directas de una variable con la otra. Una manera de solucionar el problema sería medir no sólo la deuda sino también el producto en dólares nominales, el cual podemos denotar  $Y_d(t)$  y expresarlo con la siguiente identidad:

$$Y_d(t) \equiv [Y_r(t)P(t)]/T(t) \quad (3i)$$

donde  $Y_r(t)$  es el ingreso en unidades constantes de moneda local;  $P(t)$  es el nivel doméstico de precios; y  $T(t)$  es el tipo de cambio (costo del dólar en moneda local). Esta identidad se puede re-escribir como:

$$Y_d(t) \equiv Y_r(t)/[T(t)/P(t)] \quad (3i')$$

y, en este caso, el denominador  $[T(t)/P(t)]$  sería el tipo de cambio real. Esta identidad, a su vez, puede expresarse en términos de tasas de crecimiento como:

$$gd \equiv gr - d \quad (3j)$$

donde  $gd$  es la tasa de crecimiento del producto en dólares;  $gr$  es la tasa de crecimiento del producto real en moneda local; y  $d$  es la tasa de devaluación

del tipo de cambio real.<sup>40</sup> Este resultado puede usarse ahora para sustituir  $g$  en la ecuación (3h), la cual se convertiría, entonces, en:<sup>41</sup>

$$\frac{D(t)}{Y(t)} = [Ae^{(i-gr+d)t} - Be^{(n-gr+d)t} + C]/Y_0 \quad (3h')$$

Lo importante de un resultado como éste es que ahora está claro que la tasa relevante de crecimiento del producto es aquella del producto real ( $gr$ ), y que hay ahora una variable adicional —la tasa de devaluación del tipo de cambio real ( $d$ )— en juego. Si el tipo de cambio real permaneciese constante a través del tiempo — $d$  fuese igual a cero— entonces (3h) y (3h') expresarían básicamente la misma relación, aunque la segunda expresión tendría la ventaja de aclarar, nuevamente, que es la tasa de crecimiento del producto real la que interesa.

Pero si, por el contrario, asumimos que la moneda local se devalúa en términos reales en el mediano y largo plazo — $d$  es mayor que cero— entonces el país deudor vería complicarse su situación, y esto lo podemos observar de la siguiente manera: si en la Tabla 1 reemplazamos  $g$  por  $gr - d$ , la situación más favorable para el país deudor sería ahora una en la cual se cumpliesen las desigualdades  $n > gr - d > i$ , y la probabilidad de observar una situación como ésta es menor, ceteris paribus, cuando  $d$  es positivo que cuando es cero. Igualmente, la probabilidad de observar la situación más desfavorable para el país deudor ( $i > n > gr - d$ ) aumentaría para valores positivos de  $d$ .

Lo que este resultado evidencia es el hecho de que una devaluación del tipo de cambio real debe aumentar el peso que una deuda externa denominada en dólares significa para una economía que crece a una tasa constante en soles, y que, por lo tanto, es más difícil pagar la deuda externa si el dólar está caro que si está barato. Sin embargo, ese mismo resultado no toma en cuenta

---

40. En realidad, debería ser  $gd \approx gr - d$ , ya que el verdadero  $gd$  es menor, en valor absoluto, que  $gr - d$ , pero la diferencia es ínfima si  $d$  toma valores por debajo de 5%.

41. Nótese que las expresiones para  $A$  y  $C$  también se verían afectadas ligeramente.

el posible efecto de una devaluación sobre las exportaciones y/o importaciones puesto que, por ejemplo, un  $d$  positivo podría también implicar una mayor tasa de crecimiento de las exportaciones (un valor más alto para  $n$ ). Pero, por esa misma razón, podemos decir que dicho resultado ilustra un problema clave para el país deudor: intentos de disminuir la carga de la deuda —vía la devaluación del tipo de cambio que aumente la tasa de crecimiento de las exportaciones— podrían resultar inútiles, y aún contraproducentes,<sup>42</sup> si la ganancia adicional de los exportadores es menor que el peso adicional que ahora soportan quienes en el país están endeudados con el extranjero.

El hecho de que quienes soportan el peso adicional de la deuda no sean los mismos que quienes reciben las ganancias por las mayores exportaciones no hace más que complicar el problema, ya que el mayor excedente de los exportadores debe transferirse, al menos parcialmente, a quienes deben servir deudas con el extranjero, y dicha transferencia sólo podrá efectuarse a un costo para la economía en su conjunto. Dicho costo podría reflejarse en un mayor volumen de intermediación financiera doméstica cuando los exportadores, a través de los bancos, prestan fondos que son utilizados para pagar deudas con el extranjero, o también en un mayor costo de recaudación tributaria cuando el gobierno —el más grande deudor con el extranjero— se ve obligado a cobrar mayores impuestos para pagar sus deudas.

#### 4. EL CASO PERUANO: ¿QUE PODEMOS ESPERAR?

Antes de discutir las soluciones al problema de la deuda —o qué podemos esperar respecto de ella, a la luz de lo discutido en el punto 3— queremos discutir brevemente algunas de sus causas en el caso peruano; comentarios respecto de sus consecuencias también podrían abundar, pero bástenos mencionar acá que el PBI per cápita para 1990 era estimado para el Perú en un nivel no mayor que el de 1961.<sup>43</sup>

---

42. Sobre todo si la oferta de exportables no es lo suficientemente elástica, el cual bien podría ser el caso.

43. Webb y Fernández Baca (1991), Tabla 11.2.



Han habido muchas razones por las cuales el problema de la deuda alcanzó la gravedad que ha tenido en el caso peruano, pero acá queremos subrayar sólo dos de ellas: el alza en las tasas de interés y el mal uso de los fondos que el país recibió en préstamo. La tasa de interés implícita en los flujos y el monto de la deuda pública externa de largo plazo fue, en promedio, de 10.2% para el período 1971-79, y subió a 14.7% para el período 1980-85.<sup>44</sup> Hubo, pues, un aumento de más de 40% en el costo de la deuda entre un subperíodo y el otro; y si esto fue cierto para la deuda pública de largo plazo, de la cual importantes acreedores son las agencias multilaterales que ofrecen créditos baratos, la situación sólo puede haber sido peor si tomásemos en cuenta la deuda externa total.

En cuanto al mal uso de los fondos obtenidos en préstamo por el país, un asunto es la magnitud de la fuga de capitales y otro la cuestión de las importaciones de armas. En general se considera que, aparte de factores políticos, dos maneras de hacer la fuga de capitales sumamente rentable son los controles cambiarios que permiten mantener una tasa de cambio subvaluada (un "dólar barato") y controles financieros que resultan en una tasa de interés real negativa ("crédito barato" en moneda doméstica) Pues bien, en el Perú, el tipo de cambio libre (de mercado negro) mantuvo, en promedio, un valor 50% mayor que el oficial durante el período 1970-78;<sup>45</sup> mientras que la tasa de interés permaneció, en promedio, unos 10 puntos por debajo de la tasa de inflación durante el mismo período.<sup>46</sup> Enviar dólares al extranjero tiene que haber sido, entonces, una actividad rentable en el Perú de los años 70. De hecho, algunos autores han estimado que el monto de capital que fugó del país en el período 1974-82 representaría un valor acumulado de 3,800 millones de dólares, o un tercio de la deuda externa total acumulada hacia el final de dicho período.<sup>47</sup>

---

44. Cálculos hechos usando datos del Banco Central. Ver Rojas (1991), p. 210.

45. Para los datos sobre tipo de cambio libre ver Cowitt, varios años.

46. Ver FMI, *International Financial Statistics*, para datos sobre tasa de interés, e Instituto Nacional de Estadística (1989), Tabla 14.1, para información sobre inflación.

47. Ver Khan y Ul Haque (1987), p. 4.

Por otro lado, puede haber varias maneras de ilustrar la trascendencia de las importaciones de armas en el crecimiento de la deuda externa peruana. Una de ellas es, simplemente, examinar las cifras de gasto militar como porcentaje del Producto Bruto Interno, comparándolas con las de otros países latinoamericanos. Esto lo podemos hacer usando la Tabla 2 en la que podemos ver, por ejemplo, que el gasto militar subió de 2.9% a 7.3% del PBI entre 1970 y 1977, y cómo —de nueve países sudamericanos— el Perú se mantuvo entre los tres primeros países que más gastan en defensa como porcentaje de su PBI, al menos durante el período 1968-1981. Pero si nos queda alguna duda que gastar en defensa no fue lo mismo que importar armas, la misma fuente de la Tabla 2, nos indica que —entre los países del Tercer Mundo— el Perú ocupó el onceavo lugar como importador de armas en el período 1979-81, por encima de cualquier otro país latinoamericano.<sup>48</sup>

**TABLA 2**  
**PERU: GASTOS MILITARES COMO PORCENTAJE DEL PBI,**  
**Y SU COMPARACION CON OTROS NUEVE PAISES**  
**SUDAMERICANOS. 1968-1981.**

Año	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
% del PBI	3.2	3.2	2.9	3.4	3.2	3.5	3.5
Ranking	1ro	1ro	1ro	1ro	1ro	2do	2do
Año	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
% del PBI	4.6	5.0	7.3	5.5	3.9	5.3*	6.0*
Ranking	1ro	2do	1ro	3ro	3ro	3ro	3ro

(\*) Estimado

Fuente: Stockholm International Peace Research Institute, varios años.

48. Y dentro de los países del "Tercer Mundo" fueron incluidos Arabia Saudita, Israel, India, etc. Ver Stockholm International Peace Research Institute (1982), Tabla 6.3.

Finalmente, ¿cuáles son las perspectivas del problema de la deuda peruana? Hemos discutido en el punto 3 la importancia que, en este sentido, podrían tener variables tales como el tipo de cambio y la tasa de interés que se paga por la deuda, así como las tasas de crecimiento del producto y de las exportaciones, y vimos en la Tabla 1 cómo diferentes relaciones entre estas variables configuraban situaciones más o menos favorables para los países deudores. ¿Cómo podemos esperar que se comporten dichas variables en el caso peruano? Esta es una pregunta muy difícil de contestar, pero algo que sí podemos hacer es ver cómo se han estado comportando estas variables en el pasado. Usando datos para el período 1970-88, encontramos que el valor promedio de  $n$  (tasa de crecimiento de las exportaciones reales) fue de 0.50%; el de  $g$  (tasa de crecimiento del producto real) fue de 2.69%; el de  $gr-d$  (tasa de crecimiento del producto real menos la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial real) fue de 6.61%; el de  $i$  (LIBOR a 3 meses más dos puntos) fue de 11.16%.<sup>49</sup> De esta manera, lo que resulta es una situación del tipo 6 en la Tabla 1; o sea, la más desfavorable para el país deudor, y en la cual tenemos que  $i > g > n$ , o (lo que es lo mismo)  $i > gr-d > n$ .<sup>50</sup>

Una crítica que se podría hacer a este tipo de cálculos es que la única información que utilizan corresponde a los años en que se inicia y termina la serie, y que, por tanto, sería más conveniente obtener las correspondientes tasas estimadas ajustando funciones semi-logarítmicas. Sin embargo, dicho procedimiento produce resultados similares a los anteriores. Otra alternativa sería usar las tasas de crecimiento observadas año a año, y ver con qué frecuencia ocurre cada una de las 6 situaciones distinguidas en la Tabla 1. Los resultados de este ejercicio son presentados en la Tabla 3. En dicha tabla las situaciones están ordenadas desde la más favorable hasta la más desfavorable para el país deudor, y en ella podemos ver cómo las situaciones más favorables (1 y 2) casi no han ocurrido, sobre todo si usamos  $g$  y no  $gr-d$ ,

---

49. Este promedio de 11.16% es virtualmente idéntico al que corresponde a la deuda pública externa de largo plazo en el período 1971-85 (ver nota 44 arriba). La información usada para obtener estas cifras proviene de Webb y Fernández Baca (1991).

50. Nosotros esperábamos un  $d$  positivo y, por tanto, un  $g$  mayor que un  $gr-d$ , pero tal no es el caso. Sin embargo, dado el manejo del tipo de cambio oficial (el cual determina  $d$ ), el uso de  $g$  podría ser —en algunos casos— más fiable que el de  $gr-d$ .

variable esta última que, insistimos, es menos confiable por las dificultades que presenta la medición de d. Además, los años más desfavorables han tendido a suceder durante la segunda mitad del período: los 5 años más desfavorables (usando g) corresponden a 1982- 85 y 1988 (añadir 1976 si se usa gr-d), mientras que los 2 años más favorables (usando gr-d) corresponden a 1972 y 1979.

**TABLA 3**

**NUMERO DE VECES QUE OCURRE CADA SITUACION  
DISTINGUIDA EN LA TABLA 1 EN EL PERIODO 1970-88.**

Situación	Usando g	Usando gr-d
1)	0	1
2)	0	1
3)	2	9
4)	4	2
5)	8	0
6)	5	6
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>19</b>

Fuente: Cálculos propios usando información de Webb y Fernández Baca (1991).

En otras palabras, si usamos el pasado inmediato como guía para predecir el futuro, sólo podemos esperar que el problema se agrave. Sin embargo, el gobierno del señor Fujimori dice estar cumpliendo con sus obligaciones para con la banca extranjera, y no parece tener muchos problemas en hacerlo. ¿Cómo conciliamos este hecho con nuestras poco felices predicciones? Pues bien, hay varios factores que explican la aparente facilidad con que el presente gobierno estaría pagando la deuda externa. Un primer factor es la caída en las tasas de interés: la tasa LIBOR ha caído en un 50% desde 1985, y en un 75% respecto de su nivel en 1981, lo cual —dadas las tasas de interés variables que se pagan por la deuda externa— abarata el servicio de no sólo la deuda nueva, sino también el de la ya existente. Un segundo factor es la caída en el valor de la moneda en la cual está denominada la deuda externa: entre 1985 y fines de 1991, la moneda norteamericana ha perdido entre un 30% y

un 50% de su valor nominal respecto de monedas como el franco, el marco, el yen y la libra esterlina, pero lo que es aún más importante, ha perdido un 60% de su valor real respecto de la moneda peruana. De esta manera, en términos de la notación usada en nuestro punto 3, tenemos un menor valor para  $i$  y un  $d$  negativo, lo cual trabaja en favor del país deudor. El menor valor de  $i$  disminuye el monto en dólares que se tiene que pagar por la deuda, mientras que el  $d$  negativo reduce —además— el monto en soles que se tiene que pagar por cada dólar.

El problema sería ahora encontrar qué explica el comportamiento de las variables que consideramos son claves en las actuales circunstancias o, en todo caso, por cuánto tiempo podemos esperar que se comporten de la manera en que lo están haciendo. Nuevamente, éstas son preguntas muy difíciles de contestar, pero algo que se puede argumentar es que son factores coyunturales los que explican el actual comportamiento de dichas variables. Las tasas de interés en los mercados internacionales, por ejemplo, bien podrían subir rápidamente con una recuperación económica de las economías industrializadas, actualmente sumidas en una fuerte recesión. Esto ilustra la importancia del hecho de que no basta refinanciar la deuda, puesto que si no se obtienen tasas mínimamente concesionales sólo se estaría postergando el problema, sobre todo porque las tasas de interés pueden volver a subir. Por otro lado, la vigencia de tasas de interés flotantes implica que países como el nuestro no se verían beneficiados por una posible decisión norteamericana de pagar parcialmente su deuda depreciando el dólar vía inflación.

En cuanto a la caída del valor real del dólar en moneda peruana, hay varias razones que explican este fenómeno: las exportaciones ilegales de productos de la coca; el retorno de capitales que fugaron al extranjero en los 70s y 80s (los “capitales golondrinos”); y la misma recesión económica del país que disminuye la demanda por importaciones y dólares en general. Ahora bien, existe un convenio con el gobierno norteamericano para terminar con las exportaciones ilegales de drogas; los “capitales golondrinos” pueden volver a irse con la misma facilidad con que regresaron; y la recesión económica, esperamos, algún día tendrá que terminar. En otras palabras, el dólar no va a permanecer para siempre barato.

En conclusión, lo que queremos decir es que la situación de aparente sosiego en las cuentas externas del Perú —y otros países deudores— podría

cambiar con mucha facilidad, y muy bien podrían volver a escucharse llamados por una repudiación de la deuda.<sup>51</sup> Mientras tanto, las bajas tasas de interés y el dólar barato, junto con una política económica que mantiene al 80% de la población en la pobreza más abyecta están permitiendo al presente gobierno cumplir con la banca extranjera. Pero, así cualquiera paga una deuda.

---

51. Ver referencias a este respecto en Bowen et al (1989), p. 24.

## REFERENCIAS

AVERY, William P.

1990 The Origins of Debt Accumulation among LDCs in the World Political Economy, pp. 503-521 en *The Journal of Developing Areas*, Vol. 24, N° 4.

BOWEN, Sally, J. CAVANAGH, J. IGUÍÑIZ, D. SULMONT y A.M. YAÑEZ  
1989 *La Deuda Gigante del Tercer Mundo*. ADEC-ATC. Lima.

COWITT, Philip (ed)

(varios años) *World Currency Yearbook* (antes Pick's Currency Yearbook, editado por Franz Pick). International Currency Analysis, Inc. New York.

DEVLIN, Robert

1986 La Estructura y Comportamiento de la Banca Internacional en los Años Setenta y su Impacto en la Crisis de América Latina, pp. 5-55 en Colección Estudios CIEPLAN N° 19.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos

1984 Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Any-more, pp. 335-403 en *Brooking's Papers on Economic Activity*.

DOMAR, Evsey D.

1957 The 'Burden of the Debt' and the National Income, pp. 35-69 en Evsey D. Domar: *Essays in the Theory of Economic Growth*. Oxford University Press. New York.

DORNBUSCH, Rudiger

1986 *Dollars, Debts and Deficits*. MIT Press. Cambridge.

DORNBUSCH, Rudiger y YUNG CHUL PARK

1987 Korean Growth Policy, pp. 389-454 en *Brookings Papers on Economic Activity*. 2.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

1987 *World Economic Outlook*. Washington, D.C.

GRIFFITH-JONES, Stephany y Osvaldo SUNKEL

1986 *Debt and Development Crises in Latin America. The End of an Illusion*. Claredon Press. Oxford.

HAGGARD, Stephan y Robert KAUFMAN

1989 The Politics of Stabilization and Structural Adjustment, Capítulo 13 en J. Sachs (ed): *Developing Country Debt and the World Economy*. NBER. University of Chicago Press. Chicago.

HALLWOOD, Paul y Ronald MacDONALD

1986 *International Money. Theory, Evidence and Institutions*. Blackwell. New York.

HOGAN, W.P.

1987 Eurodollar Market, pp. 196-198 en Eatwell, John, M. Milgate y P. Newman: *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, Tomo 2. Macmillan. Londres.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA

1989 *Perú: Compendio Estadístico 1988*. Lima.

KHAN, Moshin y Nadeem Ul HHAQUE

1987 Capital Flight from Developing Countries, pp. 2-5 en *Finance and Development*.

KRUGMAN, Paul

1989 Private Capital Flows to Problem Debtors, Capítulo 15 en J. Sachs (ed): *Developing Country Debt and the World Economy*. NBER. University of Chicago Press. Chicago.

KUCZYNSKI, Pedro-Pablo

1988 *Latin American Debt*. The Johns Hopkins University Press. Baltimore.



NACIONES UNIDAS - Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
1988 *La Evolución del Problema de la Deuda Externa en América Latina y el Caribe*. Estudios e Informes de la CEPAL 72. Santiago de Chile.

ROJAS, Jorge  
1991 *Peruvian Trade Policies in the 1960-1985 Period*. Disertación Doctoral. University of Illinois at Urbana-Champaign.

SACHS, Jeffrey (ed)  
1989 *Developing Country Debt and the World Economy*. National Bureau of Economic Research. University of Chicago Press. Chicago.

SIMONSEN, Mario Henrique  
1985 *The Developing-Country Debt Problem*, pp. 101-126 en Smith, Gordon W. y John T. Cuddington (eds): *International Debt and the Developing Countries. A World Bank Symposium*. The World Bank. Washington, D.C.

SOLIS, Leopoldo y Ernesto ZEDILLO  
1985 *The Foreign Debt of Mexico*, pp. 258-288 en Smith, Gordon W. y John T. Cuddington (eds): *Internacional Debt and the Developing Countries. A World Bank Symposium*. The World Bank. Washington, D.C.

STOCKHOLM INTERNATIONAL PEACE RESEARCH INSTITUTE  
(varios años) *World Armaments and Disarmament* (SIPRI Yearbook). Varios editores.

UGARTECHE, Oscar  
1991 *La Hegemonía en Crisis. Desafíos para la Economía de América Latina*. 2da. Edición. Fundación Friedrich Ebert. Lima.

WEBB, Richard y Graciela FERNANDEZ BACA  
1991 *Perú en Números 1991. Anuario Estadístico*. Cuánto. Lima.