

**CONGRESO DE LA REPÚBLICA
SEGUNDA LEGISLATURA ORDINARIA DE 2001**

**COMISIÓN INVESTIGADORA DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA
CONFERENCIA SOBRE DEUDA EXTERNA**

**VIERNES 31 DE MAYO DE 2002
PRESIDENCIA DEL SEÑOR RAFAEL VALENCIA-DONGO CÁRDENAS**

—Se inicia el foro.

El PRESENTADOR.— Vamos a dar inicio a este foro sobre la deuda externa con las palabras del doctor Richard Webb, Presidente del Banco Central de Reserva del Perú.

El señor PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, doctor Richard Webb Duarte.— Muy buenos días, les pido disculpas por la demora para iniciar. Les agradezco su asistencia, creo que tenemos un programa muy interesante y muy oportuno esta mañana.

Quiero saludar a los señores congresistas presentes, en particular al congresista Valencia-Dongo, Presidente de la Comisión Investigadora de la Deuda Pública Externa del Congreso; a los 2 expositores que nos acompañan esta mañana que han venido especialmente del extranjero para compartir con nosotros sus experiencias y conocimientos sobre este tema, el señor Daniel Titelman y el señor Mariano Cortez, de la Cepal y del Fondo Monetario Internacional respectivamente.

Y también saludar y agradecer a los economistas que han ofrecido participar como comentaristas, que también nos acompañan esta mañana, el señor Pablo Secada, el señor Bruno Seminario, Javier Abugattás y Gonzalo Tamayo.

Quisiera decir unas palabras de por qué este es un tema que nos interesa particularmente en el Banco Central. El tema de la deuda externa está íntimamente ligada al de la estabilidad financiera que es la razón de ser del Banco Central. Esto, tanto en su aspecto de deuda externa como de deuda interna.

Lo que pasa es que la deuda pública, sea interna o externa, crea compromisos fijos de pago y con el tiempo muchas veces se vuelven grandes, se vuelven una porción grande de los flujos de balance de pagos o sea de un presupuesto público. Y en el mundo fluctuante, difícil de predecir, en que vivimos esos compromisos fijos a veces se vuelven cargas muy onerosas.

Así como en relación a la deuda externa, así como creamos una defensa contra esa variabilidad externa en la forma de las reservas internacionales. De la misma forma, cuando acumulamos deuda externa estamos creando una amenaza a la estabilidad de la balanza de pagos.

En cuanto a la deuda interna, también crea compromisos fijos de pago que son a veces difíciles de manejar en momentos de recesión y de caída de recaudación. También generan un grado de monetización, porque los bonos de la deuda pública muchas veces adquieren características de dinero, se usan en pagos.

En el caso de la Argentina estamos viendo ahora que casi la mitad del dinero que hoy circula en la Argentina consiste en los bonos del Tesoro y aunque no se les de deliberadamente características de dinero, los bonos públicos siempre tienen efecto de monetización y terminan siendo una forma de pago adicional que complica el trabajo de mantener de estabilidad monetaria que es la responsabilidad del Banco Central. Es inevitable entonces que el Banco Central tenga que estar siguiendo y preocupándose muy estrechamente con este tema.

Entonces, estoy feliz de la iniciativa para este seminario que fue del congresista Rafael Valencia-Dongo y el Banco Central rápidamente le agradeció y aceptó coauspiciar con el Congreso este evento.

Muy buenos días.

(Aplausos.)

EL PRESENTADOR.— Enseguida las palabras del congresista Rafael Valencia-Dongo, Presidente de la Comisión Investigadora de la Deuda Pública Externa en el período comprendido entre 1990 y el año 2000.

EL PRESIDENTE LA COMISIÓN INVESTIGADORA DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE 1990 Y EL AÑO 2000, señor Rafael Valencia-Dongo Cárdenas.— Buenos días, señores congresistas, señor Presidente del Banco Central de Reserva, jóvenes representantes de las universidades arequipeñas, damas y caballeros.

Para todos los peruanos y latinoamericanos, mencionar el asunto de la deuda externa es sinónimo de un problema entre manos. Sin lugar a dudas, las constataciones de sus características y condiciones hacen que se la perciba como una fuerte limitante para la inversión social, una restricción al desarrollo; y en ese sentido, enfrentamos una grave dificultad para construir la justicia social y para que la democracia se legitime plenamente como régimen público.

Para formarnos una idea de la magnitud de la deuda tomemos cifras de la memoria del BCR del año 2000. Considerando las obligaciones de mediano y largo plazo la deuda pública externa bordea los 20 mil millones de dólares y representa algo más de un tercio del PBI; es decir, es el 36%. Si le añadimos a esto la deuda privada, que se acerca a los 10 mil millones de dólares, tenemos entonces un 45%.

Pero no solamente es el stock el que debemos tomar en cuenta, sino en especial de recursos del sector público que comprometen anualmente mil millones de amortización, otro tanto de intereses, en promedio 2 mil millones hasta el 2006, mil 750 millones hasta el 2003. Hoy el servicio de la deuda representa algo así como 4 puntos porcentuales del producto; es decir, alrededor de una cuarta parte de los ingresos corrientes y también de las exportaciones de bienes y servicios.

En la otra cara de la moneda están la mitad de nuestros conciudadanos, en una situación de pobreza y pobreza extrema, la cual se ha incrementado en los últimos años, según las cifras corregidas del Instituto Nacional de Estadística. Datos que muestran una terrible distribución del ingreso y que relativizan grandemente cualquier apreciación de nuestra economía basada en cifras per capita.

Evaluable los escasos recursos que disponemos para atender los requerimientos de una política social responsable de mejoramiento de capital humano y elevación de capacidades, pero también la necesidad de infraestructura social y productiva, entenderemos claramente por qué podemos considerar a la deuda externa, y más exactamente a su servicio, como una importante restricción para el mejor desempeño de la economía peruana.

En el crecimiento del peso de la deuda externa sobre nuestras economías hay indudablemente asuntos de corresponsabilidad en su concesión y uso, aspectos que en diversos casos están teñidos de problemas de corrupción.

Esta dimensión fue uno de los grandes temas de controversia en la década pasada y por ello nuestra Comisión recibió el encargo del Pleno del Congreso de la República para investigar los procesos de concertación y renegociación de la deuda pública externa en el período 1990-2000.

Hoy tenemos entre manos hallazgos de los exámenes realizados que tienen que ver con graves problemas. Entre otros, por ejemplo, el mal uso de los instrumentos legales, que como decretos de urgencia, que ha permitido obviar todo el marco legislativo establecido para rodear al uso de los fondos públicos de una adecuada protección y transparencia.

La posibilidad de que se emita dispositivos legales que mencionan aprobaciones, por ejemplo, del Consejo de Ministros; aprobaciones inexistentes o proyectos sustentatorios débiles o incluso no elaborados.

Por otro lado, el uso indiscriminado de la calificación de secreto y confidencial en 3 sentidos: en contra de

los procedimientos indispensables de publicidad para que este tipo de normas imponga nuestro actual ordenamiento constitucional, en casos de orden militar o de otro tipo, para realizar adquisiciones poco transparentes y con claros indicios de ser penalmente punibles, también en procedimientos que se reserva a un pequeño núcleo de altos funcionarios que desarrollan actividades financieras con fondos públicos sin ningún mecanismo de control eficaz.

Por otro lado también, queremos resaltar que hemos encontrado a veces una permanente voluntad dolosa en el uso de los recursos del Estado y con ello una interpretación inadecuada de la legislación nacional y mal uso de las instituciones del Estado con el afán de dotar de una apariencia de legalidad a sus acciones.

Todo lo cual es expresión de que existió una red de inteligencia, irresponsabilidad y corrupción, y revelador también de una institucionalidad; es decir, de un cuerpo organizado de pautas, normas y comportamientos formales e informales que hacen poco probables la posibilidad de control, transparencia, vigilancia social, etcétera.

Sin embargo, la investigación del Congreso no puede limitarse a establecer los hechos y señalar los culpables. No puede agotarse en el pasado, debe necesariamente trascenderlo. Debe establecer las causas que permitieron que ocurriera, debe proponer los mecanismos necesarios que impidan que nuevamente se repita.

Consideramos que nuestra labor no se agota en determinar la existencia de indicios razonables de hechos tipificados legalmente como delitos o como infracciones constitucionales. Hay que establecer las causas por lo que sucedieron y realizar las acciones necesarias para que en el futuro no vuelva a ocurrir.

Dentro de esta óptica, los hechos del pasado cobran una nueva dimensión; su análisis, el conocimiento del contexto es sumamente útil para poder dar cuenta adecuadamente de los acontecimientos y ponderar la gravedad de los hechos.

Si bien la magnitud de la deuda impide la inversión social y se vuelve en una deuda interna para los desposeídos de la sociedad, haber actuado en diversas oportunidades con negligencia, irresponsabilidad y corrupción acrecienta este problema llevándolo a niveles de inexcusable lesa humanidad. La reflexión acerca del contexto es imprescindible para un adecuado informe congresal de nuestra Comisión.

Y en el intento encontramos una invalorable respuesta y apoyo del Banco Central de Reserva, en especial de su presidente, el doctor Richard Webb, entusiasta investigador de nuestra economía para llevar entonces adelante este foro que felizmente hoy día realizamos.

En él intentamos recoger evaluaciones del contexto, lecciones extraídas del análisis de nuestra propia realidad y de otras similares, determinar las tendencias de la deuda como restricción económica, para luego recoger de las fuerzas de mayor presencia nacional la posibilidad de formular una política de Estado.

Las 2 sesiones de trabajo, en este foro, responden entonces a la doble inquietud: de recoger los elementos de análisis técnico-económico, los problemas de orden macroeconómico planteados, los criterios de orden institucional que habría que tener en cuenta como soporte de una reflexión de orden político acerca de las posibilidades de avanzar todos juntos en una misma dirección acerca de la deuda externa, en especial de la pública; pero sin dejar de estar atentos a los problemas de lo que tiene el sector privado y esta es la que más ha crecido en los últimos 10 años.

Tomar decisiones acerca de la deuda pública externa está directamente relacionado con el bien público, que llamamos presupuesto; y por lo tanto, con las posibilidades de inversión social y las acciones contra la pobreza. Pero tiene que ver también con su institucionalidad que está de por medio y la posibilidad de que la sociedad pueda ejercer vigilancia sobre estas decisiones. Actuar, tiene hoy un gran sentido de futuro, pues tiene indudables efectos de corto y mediano plazo.

Plantearse el tema con seriedad y transcendencia supone tratar de contestar orgánicamente varios niveles de pregunta. Queremos tener respuestas para ver qué hacemos con esta restricción externa, qué objetivos macroeconómicos nos planteamos, hasta dónde nos endeudamos, cuánto nos impacta el servicio actual de la deuda, cuál debe ser la institucionalidad que permita de un nuevo endeudamiento, es posible reperfilear

su servicio, cómo definir una estrategia de tratamiento para hacer posible su reducción en correlación con las posibilidades de reducción vinculadas a la inversión social. (2)

Qué hacer con la deuda nacida de la corrupción, qué propuestas legales se pueden realizar a este respecto, cómo garantizar la transparencia y el control aun en casos de la necesaria confidencialidad financiera, cómo se educa la responsabilidad y control social ejercido desde una ciudadanía responsable, lo cual evidentemente no se puede lograr con leyes, sino con la conciencia de los peruanos.

Estas preguntas que adquieren una mayor complejidad cuando pensamos que no se trata de tomar definiciones y decisiones unilaterales, pero también contamos con la simpatía de numerosos movimientos de la sociedad civil en el decisorio norte para resolver estos problemas pendientes.

Estos, son temas centrales que tocan los diversos aspectos de nuestra vida cotidiana; y por tanto, requieren de un conjunto de manos expertas para su manejo en un marco institucional de transparencia y de información, y de dar cuenta de sus resultados que garanticen que el indispensable uso del crédito para el crecimiento sea utilizado de una manera productiva y socialmente eficiente.

La sociedad peruana espera de nosotros el mejor de los esfuerzos para poder contribuir en este terreno para formular una posición consistente de conjunto y de largo aliento, que sea parte de una visión compartida complementando estrechamente la búsqueda de la competitividad con el crecimiento de la ciudadanía.

Como dice el Papa Juan Pablo II, es urgente una nueva visión del progreso global en solidaridad que prevea un desarrollo integral y sostenible, permitiendo a todos y a cada uno de sus miembros llevar a cabo sus potencialidades.

Señoras y señores, les agradezco por su presencia. Agradezco muy especialmente al Banco Central de Reserva por acogernos y acompañar este esfuerzo. Y quiero también expresar mi especial gratitud a los especialistas peruanos y extranjeros que como expositores y comentaristas hoy nos acompañan.

Me es muy grato, entonces, esta mañana declarar inaugurado el foro sobre deuda externa.

Muchas gracias.

(Aplausos.)

El PRESENTADOR.— Agradecemos la participación de los congresistas Jhony Peralta Cruz, Jorge Mera Ramírez, Ernesto Aranda Dextre y Adolfo Latorre López, quienes van a continuar participando en cada una de las sesiones. Ellos nos han acompañado en esta sesión inaugural.

El señor .— En la primera parte de nuestro trabajo en la mañana, preside la Mesa el congresista Jhony Peralta Cruz, tenemos como expositor al señor Daniel Titelman de la Cepal y los comentarios de los señores Pablo Secada Elguera y Bruno Seminario De Marzi.

Les invitaría a pasar a la Mesa.

El señor .— Muy buenos días al expositor a los amigos panelistas y a los participantes de este importante evento, para exponer este primer tema: Flujo de capital, políticas macroeconómicas y endeudamiento en América Latina la década del 90, cuyo título es más que expresivo, se encuentra con nosotros Daniel Titelman.

El señor Daniel Titelman se desempeña actualmente como experto en política monetaria y financiera en la Unidad de Estudios Especiales de la Secretaría Ejecutiva de la Cepal.

El señor Titelman también es economista con estudios en la Universidad de los Andes en la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales y también es candidato a doctor en economía de la Universidad de California. Además, el señor Titelman tiene varias publicaciones recientes en relación a los temas de su exposición.

Los comentarios de esta primera exposición estarán a cargo de los economistas Pablo Secada, analista macroeconómico y financiero del Instituto Peruano de Economía; y de Bruno Seminario, docente e investigador en macroeconomía de la Universidad del Pacífico y candidato a doctor por la Universidad de Rochester.

Para la administración de los tiempos, las reglas van a ser las siguientes: el expositor contará con 30 minutos para poder exponer el tema; posteriormente, cada uno de los comentaristas contará con 7 minutos cada uno; y seguidamente daremos 15 minutos para dar oportunidad al público presente para que pueda hacer sus preguntas y sus comentarios a las exposiciones.

Dicho esto, le damos la bienvenida a Daniel Titelman para que inicie la exposición sobre flujo de capital, políticas macroeconómicas y el endeudamiento en América Latina la década del 90.

Muchas gracias.

Señor Titelman.

EL REPRESENTANTE DE LA CEPAL, señor Daniel Titelman.— Buenos días.

Primero que nada quisiera agradecer la invitación hecha a Cepal, por mi persona aquí, a compartir con ustedes este seminario que me parece de mucho interés y muy importante dado la dinámica que están tomando el proceso de globalización y los procesos económicos globales.

Quisiera comenzar diciendo que la idea de mi presentación es hacer, en el breve 35 minutos que se me han asignado, hacer una breve descripción, reseña, de lo que en la Cepal hemos estado discutiendo el tema, dar un poco descripción de los datos de cómo ha sido la década de los noventa en términos de la entrada o movimientos de capitales, que nosotros pensamos son los principales desafíos de la política macroeconómica que enfrentan los países de la región.

Por supuesto, por la brevedad y por el tópico de la presentación, yo voy a hablar normalmente de cifras promedio que, como ustedes bien saben, ocultan realidades particulares de cada país; pero, para poder hacer un panorama regional, lamentablemente a veces hay que refugiarse en los promedios que ocultan algunas diferencias. En la medida de lo posible trataré de mencionar algunos de estos puntos.

La presentación está organizada de la siguiente manera, en la primera parte se hace una descripción de lo que ha sido la evolución de los movimientos de capitales hacia América Latina en la década de los 90, para luego plantear algunos de los puntos desde la perspectiva de la política macroeconómica y las posibilidades que tienen nuestros países para realizar o reaccionar ante estos fenómenos.

Para comenzar, lo primero que quisiera destacar es que la década de los 90 —a diferencia de las décadas anteriores, 80, 70— se caracteriza por un cambio en la fuente de financiamiento de los países de América Latina.

Y fundamentalmente, cuando uno observa los datos, la última columna presenta un promedio 90-2001, lo primero que llama la atención es la importancia creciente y muy fuerte de los flujos de inversión, particularmente la inversión extranjera directa y en menor medida la inversión accionaria.

Es decir, la inversión extranjera directa se transformó en una de las principales fuentes de financiamiento para América Latina y el Caribe, esto es bastante importante, más adelante analizaremos algunos de estos aspectos.

La otra fuente que jugó un rol bastante importante fue el mercado de bonos. Ustedes ven, con un promedio de 28 mil 200 millones promedio de la década y 37 mil la inversión extranjera directa. Luego está la inversión extranjera accionaria, que es alrededor de 8 mil 600 millones.

Estas nuevas fuentes de financiamiento, que se observa en la década de los noventa, son bastante diferente a lo que uno observaba de los 70 que eran fundamentalmente deuda de carácter bancario. O sea, aquí tenemos un cambio importante en la estructura de las fuentes de financiamiento.

El mercado de bonos se vio fuertemente estimulado desde principios de la década de los noventa, a partir de los bonos Brady, las renovaciones que se hicieron a finales de la década de los ochenta. Esto dio un fuerte impulso a los mercados de bonos y algunos de los países de América Latina lograron entrar en esta dinámica.

Pero lo que más me interesa destacar acá es el punto de que en los noventa uno observa que las fuentes de financiamiento externo cambiaron, donde la importancia relativa de los bancos cayó bruscamente en términos de la deuda bancaria y aumentó significativamente la inversión extranjera directa y el mercado de bonos, y en menor medida las inversiones accionarias. Y eso, por supuesto, como cambian los actores económicos cambian las dinámicas del endeudamiento, la racionalidad y problemas que se puedan generar de atrás.

En términos de mercados de bonos o las emisiones internacionales de bonos en nuestros países, lo primero que quiero destacar acá es, como les decía que los promedios ocultan diferencias entre países. Si uno mira en esta gráfica que cubre desde el 90 hasta el 2001, fundamentalmente la emisión de bonos ha estado concentrada en pocos países de América Latina.

Entre Argentina, Brasil y México hacen una parte importante de lo que ha sido la emisión de bonos por parte de la región. Y si uno le suma Chile, Colombia y Venezuela ya tiene alrededor del 90 ó 95% de la emisión total de bonos que ha logrado emitir la región. Recién a partir del año 96, en escasa medida, entran a participar otros países en las emisiones de bonos. Pero fundamentalmente esto ha estado concentrado en estos 6 países que he mencionado.

Un elemento importante es que la emisión de bonos, como fuente de financiamiento, ha seguido un carácter procíclico ¿Qué quiero decir con esto? Si ustedes se fijan en este gráfico, las condiciones de la emisión de los bonos han ido empeorando a lo largo de la década a medida que hemos venido siendo afectados por diferentes crisis.

En el año 97, en particular, hacia el tercer trimestre se obtuvo desde la perspectiva de plazo una de las mejores condiciones ópticas, donde el plazo promedio era alrededor de 17 años. Como ustedes ven, el plazo empieza a caer drásticamente, a partir de la crisis asiática a finales del 97, el primer trimestre del 98, ya cae.

Luego se recuperó un poco, vuelve a caer hacia finales del 99, se vuelve a recuperar y ya en el 2000 y 2001 vuelve a caer reflejando un comportamiento procíclico en la medida en que las crisis financieras a las que hemos estado sometidos han afectado las posibilidades y los costos de emitir bonos desde la perspectiva de maduración.

Por el lado de los costos, que está medido por el *spread*, entre los bonos que colocan nuestros países, también se observa un incremento brutal en los costos de emitir bonos. O sea, si ustedes se fijan, los costos más bajos estuvieron hasta el tercer trimestre del 97 y luego viene crisis asiática, la crisis del 98, luego las crisis 2000-2001, hacen que los costos de emitir bonos medidos por el *spread* de los mismos tiendan a subir.

Asimismo, las emisiones de los bonos han seguido tendencia cíclica. **(3)** Como ustedes pueden ver en este cuadro y el primer trimestre del año 95 caen dramáticamente, acuérdense que en diciembre del 94 viene la crisis del tequila, luego se recuperan y se empiezan a recuperar y hacia el cuarto trimestre del año 97 vuelve haber una caída importante; luego se vuelven a recuperar de nuevo, observándose también caída importante en el 2000; 2001, es el tema de la crisis argentina.

¿Qué sale de esta idea? Un poco lo que se mencionaba en la inauguración del seminario, está el tema de la fragilidad y la volatilidad financiera y cómo nosotros —eso lo vamos a discutir un poco más en detalle adelante— estamos muy afectados por los ciclos de la economía mundial, en particular los ciclos financieros y cada vez, si bien tenemos un mundo de oportunidades en términos de acceso a nuevas fuentes de recursos, nos hemos vuelto más vulnerables a las volatilidades y a los cambios que ocurren en los mercados financieros internacionales y eso por supuesto está sujeto al tipo de fuentes de financiamiento a las cuales estamos teniendo acceso.

En este sentido, el mercado, los bonos que fueron una fuente importante con un promedio de cerca de 28

mil millones durante la década como fuente de financiamiento para financiar déficit de la cuenta corriente, y muestran un comportamiento altamente volátil y procíclico, es decir, en lenguaje, uno estaría diciendo que es recurso, que cuándo no se lo necesita tanto está muy disponible y cuándo se lo necesita, realmente está menos disponible, que es uno de nuestros grandes dramas como región. Estamos siempre sujetos a una volatilidad importante.

Sin embargo, lo que quisiera destacar en la próxima transparencia, es que la inversión extranjera directa que ha jugado un rol fundamental como fuente de financiamiento de los déficit de la balanza de pagos de nuestros países, tuvo durante a lo largo de la década un papel anticíclico, en particular en la crisis del tequila el 95 y la crisis de Brasil que se inicia con la crisis asiática, moratoria rusa y luego Brasil, 98; 99, pero no en el 2000 y 2001.

Es decir, si ustedes se fijan, la inversión extranjera directa muestra a lo largo de la década una tendencia creciente permanente y con un carácter anticíclico, manteniendo los flujos de recursos cuando la región realmente los necesita a excepción del 2000 y 2001, desde la característica de fuentes de recursos hacia América Latina, eso es lo que uno quisiera poder ver en todas, o sea fuentes que están disponibles cuando los países más las requieren, fuentes que son capaces de apoyar a los países en contrarrestar los ciclos, más allá de todas las bondades de la inversión extranjera directa, con transferencia tecnológica, etcétera, o sea que yo me estoy centrando en el tema fundamentalmente del financiamiento que viene vía la inversión extranjera directa.

Entonces, en ese sentido a excepción del 2000 y 2001, mostró un comportamiento que uno quisiera observar en todas las fuentes de financiamiento, que son flujos si están permanentemente entrando, pero que además, entran cuando más los necesitamos en los períodos de mayor crisis.

Además, a diferencia de lo que es el financiamiento vía bonos, si bien la inversión extranjera también se concentra como muestra el área azul y verde, en Argentina, Brasil y México, Chile; Colombia, Perú y Venezuela, con estos siete países tendemos a generar casi el universo del 90 o 94% del total de entrada de inversión extranjera directa a la región, esta sí se ha repartido desde los años a lo largo del tiempo en más países de la región que el mercado de bonos. Si ustedes se fijan está por línea roja donde hay diferencia del mercado de bonos, prácticamente inexistente para el resto de los países.

Eso refleja que la inversión extranjera directa a diferencia de los mercados de bonos, requiere otras condiciones y otras, las dinámicas y variables que están mirando los inversionistas en los países, y eso es sumamente importante cuando uno tiene el desafío de cómo hago para acceder a fuente de financiamiento externo.

Bueno, que es lo que hay estar ofreciéndoles a los inversionistas extranjeros o a los que van depositar recursos llegado a nuestros países y claramente el mercado de bonos requiere mercados financieros, capacidad, credibilidad y una cantidad de desarrollo financiero, que no los mismos que requiere la inversión extranjera directa y eso muestra y eso está detrás de esta menor concentración relativa que ha habido la inversión extranjera directa, que si bien está también concentrada, pero el resto de los países de América Latina han tenido una capacidad a acceder a esta fuente de recurso bastante importante y si uno los mira como porcentaje del PIB en los países de menor tamaño relativo, no es despreciable para nada como fuente de financiamiento de la balanza de pagos.

La inversión accionaria o de cartera, claramente ha estado altamente concentrada en pocos países Argentina, Brasil y México; Chile, Colombia, Perú y Venezuela y el resto prácticamente no tiene nada. Esta es, supuestamente, una inversión que requiere de mercados de capitales y mercados accionarios relativamente desarrollados y estables los países para poder llegar.

La principal característica de esto, es que ha sido altamente volátil. Si ustedes miran, los ciclos son en los momentos en que las economías van bien, llegan en los momentos en que las economías tienen problemas, se van generando serios problemas y distorsiones internas por el cambio en los precios de los activos, la caída de los precios de los activos, muchas otras cosas que se conocen que no tengo tiempo para entrar, pero lo que quiero aquí destacar es, que ha sido un componente altamente volátil.

Los flujos netos de capitales provenientes de los bancos comerciales, como ustedes los ven, también han seguido un comportamiento altamente procíclico, es decir, en los buenos tiempos llegan, en los malos se

tienden a ir rápidamente y la caída que se observa a partir del año 98, es porque ahí las series con que contamos empiezan a incorporar lo que sería crédito en corto plazo, que es bastante más sensible que los créditos de mediano y largo plazo y eso explica la caída brusca que se observa en el año 98.

Pero una vez más, lo que quiero insistir es, que es una fuente de recursos que era muy fuerte hasta la crisis de la deuda el año 82, o sea está en los 70 y está la crisis de la deuda del año 82, y que es altamente volátil y procíclica, mostrando una fuerte caída a partir del año 98 y luego una pequeña recuperación a partir del 99 y esa caída —como les decía— se explica fundamentalmente por crédito de corto plazo.

En lo que respecta a las entradas de capitales para financiar la balanza de pagos sobre flujos netos de los fondos compensatorios, estos han tenido un comportamiento anticíclico, o sea son flujos que han llegado a la región cuando más se han necesitado.

Por supuesto, esto está altamente influido por el tema de los préstamos de emergencia del Fondo Monetario Internacional. Si ustedes ven, en el año 95 que hay un saldo a 30 mil millones, está fundamentalmente explicado por México con casi 26 mil millones que es el paquete que se levantó para enfrentar la crisis del tequila; en el año 98 también hay un aumento importante y eso está explicado fundamentalmente por Brasil; y en el 2001 está fundamentalmente explicado por Argentina y Brasil, obviamente, esto como fuentes de financiamiento de emergencia a la balanza de pagos y han tenido un comportamiento anticíclico.

Entonces, antes de seguir un poco, para sintetizar lo que hemos observado la década de los 90, es un cambio importante en la composición de las fuentes de financiamientos a los cuales tiene acceso la región, fundamentalmente los mercados de bonos, crecieron y se desarrollaron de manera muy importante. La inversión extranjera directa jugó un rol fundamental, la inversión accionaria en menor medida y los flujos de bancos comerciales perdieron significativamente su importancia relativa.

Lo que más interesaría destacar ahí es que, el único que ha jugado un papel estabilizador o anticíclico, ha sido la inversión extranjera directa y los mercados de bonos y la inversión accionaria ha mostrado un claro comportamiento procíclico, que es algo que uno quisiera tratar de evitar, sobre todo, porque como se mencionaba en la inauguración, todos estos recursos son fundamental para financiar la inversión y financiar los déficit de la balanza de pagos, que es un tema importante.

¿Qué ha ocurrido que indicadores de vulnerabilidad externa? Si uno observa los gráficos, ve que la década, la región no lo ha hecho mal en términos —en la línea azul— mide lo que es la relación de deuda de corto plazo sobre reservas internacionales, la cual ha mejorado significativamente a lo largo de la década de los 90.

Lo mismo ocurre con la relación de deuda de corto plazo a deuda externa total, ¿eso por qué es muy bueno? Porque como veíamos, mientras más de corto plazo son los capitales que entran, más volátiles son y más rápido se van.

Entonces, la disponibilidad de reservas que tiene un país, es de alguna manera un indicador de la capacidad que tiene ese país para hacer frente a una abrupta salida de capitales. Si yo tengo una relación de deuda a corto plazo a reserva y baja, significa que dispongo de las reservas necesarias en principio para hacer frente a una salida abrupta de capitales.

Entonces, estos son indicadores de vulnerabilidad externa que a lo largo de los 90 han mejorado significativamente.

Asimismo, también uno lo observa con indicadores más tradicionales, como es la deuda externa total a exportaciones —que es la línea azul—, que uno observa una tendencia con una pequeña excepción, pero una tendencia a la baja durante la década de los 90.

Si bien el servicio de la deuda externa sobre exportaciones, que es otro indicador de vulnerabilidad, porque para servir la deuda externa uno requiere divisas. En principio las divisas provienen de lo que el país exporta, la forma sana de conseguir la divisas para pagar, servir la deuda de las exportaciones que el país realiza; en ese sentido, es un indicador de vulnerabilidad externa.

Si bien ésta ha tendido a subir, se ha mantenido en promedio, en niveles que para los estándares de la región son relativamente aceptables.

Por lo tanto, los indicadores de vulnerabilidad externa durante la década de los 90 han mejorado, eso no se contradice con lo que más adelante voy a discutir sobre el tema de, que han aumentado la frecuencia de las crisis financiera y externa que hemos vivido, pero desde nuestra perspectiva, estos indicadores han mejorado a lo largo de la década.

¿Qué ha ocurrido a nivel macroeconómico en América Latina?

Primero, hemos tenido importantes avances en materia de inflación y equilibrios fiscales, y ese es un tema muy importante, o sea de alguna manera hemos hecho bien la tarea en varias áreas y en esta, especialmente a nivel de América Latina —voy a ilustrar algunas cifras— lo hemos hecho bastante bien.

Los países en general se han visto enfrascados en un mayor proceso de apertura financiera y comercial. Esto es importante porque no ha estado a mayor integración con el mundo, trae un potencial de beneficios muy grande, pero a la vez trae desafíos y necesidades de ajustarnos a estas nuevas realidades también importantes y ha ido implicando nuevos problemas y nuevas necesidades para desarrollar instrumentos para enfrentar estos problemas.

Hemos observado un crecimiento económico inestable y volátil —más adelante voy entra en esto— lo que ha mostrado, es que hemos tenido crisis de corta duración pero muy frecuentes y en términos de la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto, no nos ha ido muy bien por la volatilidad real que ha mostrado nuestras economías.

Si bien hemos logrado una estabilidad nominal, porque hemos bajado las tasas de inflación, el costo que hemos pagado en alguna medida por eso, ha sido una alta volatilidad en el crecimiento real de nuestras economías y por supuesto eso afecta el déficit fiscal de los problemas de deuda, etcétera.

Hemos observado durante los 90 a diferencia de otras décadas, que la crisis de afuera son crisis más cortas, pero más frecuentes. Son más cortas desde la perspectiva financiera, no necesariamente de sus impactos reales, o sea hemos podido salir más rápido de las crisis, acuérdense que la crisis de la deuda externa en el año 82 nos tomó lo que la CEPAL llama la década perdida.

Aquí hemos enfrentado la crisis del tequila en el 95, México salió relativamente rápido, hemos tenido un proceso de recuperación, vino la crisis asiática en el 97; en el 98 tuvimos una nueva caída, volvemos a tener un período de recuperación, o sea en términos de crisis más cortas, pero más frecuentes. Pero más corta de la perspectiva de la capacidad de retomar la inserción en los mercados financieros internacionales y salir de la crisis financiera.

No necesariamente son más cortos de una perspectiva de los efectos reales sobre la economía en la medida que las tasas de crecimiento no se recuperen en los niveles y los costos sociales de las crisis quedan insertos en los procesos económicos por mucho más tiempo.

Hemos observado una década de ciclos de financiamiento externo de gran magnitud **(4)** caracterizados por volatilidad y contagio; es decir, en la medida que nos hemos ido integrando más al mundo y que los mercados financieros en general se han integrado más, estamos más sujetos a los vaivenes y la volatilidad financiera y nos vemos afectados muchas veces por fenómenos de contagio que escapan a lo que podemos hacer en nuestros propios países.

Es decir, cuando viene la crisis de Turquía, sube el riesgo país de Argentina, independientemente de lo que esté haciendo Argentina ya, es otra cosa, o sea, el fenómeno de contagio descrito por hechos que me afectan a mí, aunque nada de lo que yo haya hecho en mi país o de las variables económicas de mi país, haya cambiado de manera significativa. Y eso también es un fenómeno que se ha observado mucho en la década de los 90.

Cosas que pasan, en otros países no afectan fuertemente vía los mercados financieros internacionales, y eso es algo que tenemos que ser consciente porque es una fuente de inestabilidad y volatilidad a la cual no podemos controlar.

También hemos observado lo que hemos llamado las políticas macroeconómicas procíclicas y en cada uno de estos puntos me voy a detener un poquito adelante para profundizar en la medida del tiempo, donde el tema ahí es que las políticas económicas que han seguido nuestros países, en la mayoría de los casos, han tendido a seguir el ciclo económico, y en eso me voy a explayar un poco más adelante.

Es decir, en ciclos hemos logrado controlar los déficit fiscal, los ciclos expansivos de la economía, pero cuando vienen los ciclos recesivos, no hemos podido ser capaces de utilizar política macroeconómica, fiscal o monetaria desde una perspectiva anticíclica. Es decir, tratando de contrarrestar el ciclo, sino que nuestras políticas han ido más bien con el ciclo.

También un fenómeno muy importante de no perder en cuenta que es cómo está la década de los 90, es que dado el proceso de globalización e integración financiera, la cual estamos viviendo, ha habido una pérdida de efectividad de los instrumentos de la política macroeconómica tradicional.

Esto quiere decir que la política cambiaria, por ejemplo, o el manejo de la tasa de interés como un instrumento anticíclico o procíclico, ya no es tan obvio, ni es tan fácil de realizar.

O sea, un país ya no puede devaluar si tiene un problema de crisis de problema de balanza de pago, un déficit comercial muy fuerte, no puede llegar y devaluar si tiene un problema de descalce muy grande en sus pasivos financieros, en términos de moneda... (vacío en la grabación)

Entonces, en un mundo cada vez más integrado y globalizado, las políticas macroeconómicas tradicionales que usábamos antes como instrumento de estabilización de la economía o para enfrentar problema de shock a la balanza de pago a la economía, han perdido parte de su efectividad, en particular los manejos de la tasa de interés y los manejos de la política cambiaria.

Y eso es muy importante tenerlo en cuenta porque va reduciendo, digamos, o va limitando el espectro de instrumentos de política económica a los cuales podemos acceder.

Y un punto que nos parece de suma importancia que la separa del Estado, planteándose hace mucho tiempo, es la idea de que las crisis nacionales tienden a generarse en períodos de excesivas entradas de capitales que minan gradualmente los fundamentos macroeconómicos.

Es decir, estamos sujetos a lo que en la CEPAL hemos llamado cuando uno de pronto ve experiencias exitosas que se derrumban en muy poco tiempo, dice qué pasó.

Y lo que hemos estado observando es que como conjunción de muchas cosas, de políticas macroeconómicas procíclicas, temas de problemas de regulación, etcétera.

Lo que uno observa es que en períodos de altas entradas de capitales, las economías van generando desequilibrios, en particular en la cuenta corriente en la balanza de pagos bastante grandes, que cuando se corta la entrada o por cualquier factor se reduce la entrada de capitales a la economía, hay desequilibrios muy grandes que implica la necesidad de ajustes muy grandes para poder enfrentar estos equilibrios.

Entonces, hay un tema de prevención de crisis en los períodos de auge, que además es donde es mucho más fácil incrementar políticas macroeconómicas que permitan prevenir y tratar de suavizar los ciclos.

Es decir, lo que uno observa es que en períodos de bonanza las economías muestran tasas de crecimiento muy importantes, pero a la vez se han ido generando las condiciones de desequilibrios también muy importante, que son los que van, de alguna manera, determinar la magnitud de los niveles de ajuste interno que tenemos que hacer cuando tenemos un problema de crisis, ya sea que por algún motivo se reduce la entrada de capitales a los países.

Y eso es sumamente importante porque todo el manejo de prevención de crisis, no hay que centrarlos cuando estamos en las crisis, sino en los períodos anteriores a las crisis y tratar de mantener a la economía en una trayectoria relativamente estable en relación a sus equilibrios de mediano y largo plazo, que es lo que realmente importa.

Como les decía, la inflación se redujo a lo largo de los 90, en el año 92 había un promedio alrededor de

480% de inflación promedio, y llegamos a una cifra de 7% en el 2001, de un dígito, lo cual no deja de ser un esfuerzo que hay que perdurar, cuidar, porque ha costado mucho, no ha sido sin costo y sin sufrimiento, pero que ahora estamos, digamos, empezando a recibir los frutos de lograr economías con inflación baja y estable que es un elemento central para el buen funcionamiento de cualquier economía.

Como les decía, se ha logrado mayor equilibrio fiscal en los 90, si ustedes se dan cuenta, mirando la línea de arriba, promedio de América Latina, se redujeron sustancialmente y obviamente a partir del año 98, se empieza a observar un aumento moderado, pero un aumento de los déficits fiscales producto de las crisis financieras hacia finales de la década.

Dada la inestabilidad real que hemos estado observando en América Latina en términos de los crecimientos económicos, si bien hemos logrado una estabilidad nominal, medida por el índice de inflación, que hay que cuidar y preservar, en términos de crecimiento no lo hemos hecho muy bien en América Latina.

Si ustedes comparan la cifras de crecimiento promedio, ven que en la década de los 90 es bastante inferior a la década que va desde el 50 al 80 en crecimiento promedio.

No hemos logrado, digamos, acercarnos al 5% promedio y no hemos 5,4% y nos hemos mantenido alrededor del 3% en la década de los 90, por supuesto comparado con la década perdida de los 80 es bastante bueno. Pero el tema aquí es que eso está reflejando los problemas de la inestabilidad real a la cual han estado sujetas nuestras economías.

La mayoría de los países ha sido incapaz de recuperar los ritmos de crecimiento anteriores a la crisis de la deuda de 1982 con muy pocas excepciones.

Bueno, lamentablemente este gráfico, Argentina ya no va a estar ahí, no hemos ajustado el gráfico con los últimos eventos, pero a excepción de Chile, Bolivia en algún grado y Uruguay, en general los países han estado por debajo en promedio, independiente de que en algunos años muestren, digamos, cifras de crecimiento importante, han estado por debajo en promedio del crecimiento de las décadas anteriores a la crisis de la deuda.

Esto, obviamente, hay razones macro y razones de inestabilidad, y una de las cosas que preocupa mucho a nivel de los desafíos macroeconómicos, es que la región no ha sido capaz de aumentar los niveles de ahorro interno.

Si ustedes se fijan, hemos estado pegados, digamos, en un promedio entre 18% y 19% el ahorro nacional interno, no hemos sido capaces de incrementar significativamente nuestros niveles de ahorro, teniendo que suplir para aumentar, para las necesidades de inversión, con ahorro externo. Eso no es nuevo en América Latina, o sea, es algo que hemos tenido desde siempre.

Pero hoy día estamos sujetos a un ahorro externo cada vez más volátil que responde a otras reglas de mercado, como les decía, como cambia la fuente de los mercados de bonos, etcétera, donde este ahorro es bastante volátil, entonces estamos sujetos a qué pasa con este ahorro y recibimos los shock externos a los cuales tenemos que estar ajustándonos.

Es fundamental, digamos, poder aumentar el área roja del ahorro interno si queremos tratar de estabilizar los caminos de crecimiento a futuro.

La tasa de inversión, consecuentemente, ha seguido siendo baja, y si ustedes se fijan en este gráfico, aquí tenemos el año 70, estamos prácticamente al mismo nivel, un poquito por debajo de la tasa de inversión sobre PIB de los años 70.

O sea, desde esa perspectiva no lo hemos hecho muy bien, o sea, de la perspectiva de crear las condiciones para desarrollar un proceso de crecimiento sostenido.

Este gráfico por problema de tiempo lo tienen ustedes, simplemente compara a nivel de subregiones, que siempre es interesante entre Sudamérica, Centroamérica y el Caribe, pero por problema de tiempo no lo voy a comentar mucho.

Lo que quiero comentar es que a diferencia de décadas anteriores, por ejemplo, si uno mira el promedio 50-80, la relación entre el Producto Interno Bruto y las exportaciones en América Latina ha sido débil. Lo hemos hecho muy bien en exportar, si ustedes se fijan entre el 90 y el 2000, ahí está la tasa de crecimiento promedio anual, las exportaciones crecieron brutalmente, esto es en volumen.

Pero el Producto Interno Bruto no lo hizo de igual manera. Y esto es muy importante a diferencia, digamos, de lo que era década del 50-80 donde había una relación mucho más estrecha entre el crecimiento de las exportaciones y el crecimiento del producto.

Entonces, esto lo que nos muestra es que hemos hecho muy bien la tarea en la estrategia de exportadores y en incrementar nuestras exportaciones, pero tenemos que hacer algo para mejorar la vinculación entre el sector exportador y el resto de la economía.

O sea, en un modelo abierto, por exportador, tenemos que ser capaces de mejorar las vinculaciones entre el sector exportador y el sector no transable de la economía para que este pueda ser efectivamente una locomotora del resto del proceso económico.

Lo que uno observa es que en los 90 esta vinculación entre el sector exportador y el resto de la economía que se refleja, digamos, que las tasas de crecimiento del PIB, no se condicen con los esfuerzos de exportadores que han hecho los países de la región, hay que fortalecerlo y mejorarlo.

Y esto es fundamental, digamos, para que el esfuerzo exportador pueda tener un impacto positivo, digamos, sobre el resto de la economía y, además, en la medida que podemos mejorar eso, nuestra dependencia para financiar ciertos procesos de inversión del financiamiento externo de alguna manera se reduce y por lo tanto nuestra dependencia a la deuda externa —entre comillas— también se reduce en alguna medida.

Esta ha sido una década de alta necesidad de financiamiento, ustedes pueden observar acá, en este gráfico, que en el año 90-2000, digamos, el crecimiento, en este eje se mide el crecimiento y acá se mide el déficit de la balanza comercial, siempre hemos tenido un déficit en la balanza comercial que hay que financiarlo, digamos, con financiamiento externo.

Entonces, el crecimiento ha estado acompañado, no es nuevo tampoco, pero en esta década se ha acentuado, con déficit en la cuenta corriente de la economía, que se incluye en la balanza comercial más el pago de factores externos, entre pagos de intereses por la deuda y remesas de otro tipo, y ha sido una década de alta necesidad de financiamiento y, por lo tanto, una década en que hemos estado sujetos a, y eso es lo que se refleja en las cifras de alta inestabilidad al Producto Interno Bruto.

Hemos sido muy afectados por las crisis de las entradas de capital o la volatilidad en los movimientos de los capitales.

Esto se observa al graficar, la línea azul mide los flujos netos de capital y la línea roja la tasa de crecimiento del PIB y se muestra, digamos, que hay una correlación muy grande entre el ciclo económico y las entradas de capitales durante los 90.

Es decir, el ciclo económico ha estado altamente influido por las entradas de capitales.

La transferencia neta de recursos, como ustedes ya saben, durante la década perdida de los 80 fue negativa, prácticamente en toda la década de los 90 aumentó y fue negativa hacia los últimos años y hoy día estamos alrededor de cero.

Esto es para ilustrar que los fenómenos de contagio que les decía, este es un gráfico que nadie entiende pero dice que la Crisis Asiática, si uno lo mira con cierto detenimiento, digamos, los fenómenos de contagio de la Crisis Asiática fueron más fuertes que en otros momentos. (5)

Esta es una tabla que mide los índices de las correlaciones entre los principales precios de los bonos que cotizan en el MB Plass* y esta ha sido muy elevada que también es un indicador de contagio, podemos ver en la discusión si quieren verlo más.

Pero como me quedan cuatro ó cinco minutos, quisiera terminar con lo que en la CEPAL hemos llamado la necesidad de una visión ampliada de la estabilidad macroeconómica.

Primero, evitar que los déficits insostenibles públicos y privados. Desde una perspectiva macroeconómica el déficit público por supuesto genera problemas de inestabilidad y necesidad de financiamiento muy fuerte de la balanza de pago, pero también al déficit privado. O sea, acuérdense que el déficit en cuenta corriente puede reflejar déficit público o déficit privado.

Por lo tanto desde una perspectiva macroeconómica, independiente a los problemas de eficiencia en la asignación de los recursos, pero de una perspectiva macroeconómica es tan complejo tener déficits público, como déficits privado excesivo, o sea, tener déficits de la cuenta corriente muy grandes.

Entonces, uno de los temas es que tenemos que seguir insistiendo en la necesidad de controlar los déficits globales de la economía, lo cual de alguna manera, a mayores déficits repercute en mayor necesidad de deuda externa, dependiendo de la fuente y mayor vulnerabilidad.

Vigilar los desajustes financieros, tanto en los flujos como en la estructura de los balances, descalces de monedas y plazo. Como les decía, en un mundo globalizado cada más integrado, es muy importante, nuestros países tienen lo que los economistas hemos llamado el pecado original, es decir, nos tenemos que endeudar en moneda extranjero y no en nuestra propia moneda.

Entonces, eso nos deja muy vulnerables, a cambio de los flujos ya nos limita, digamos, los manejos de nuestra política cambiaria que es lo que algunos han denominado el pecado original, y eso nos ha llevado a que hemos observado en muchos países de la región, serios problemas en la estructura de pasivos y activos de la hoja de balance de la economía en general, tanto en el descalce de moneda, en la medida en que los pasivos están en una moneda y los activos están en otra moneda.

Entonces, si uno va a utilizar una política cambiaria para tratar de corregir un desequilibrio en la balanza de pago, puede generar una crisis financiera y bancaria muy compleja que es lo que se llama las crisis gemelas.

O sea, como crisis cambiarias arrastran crisis financieras o puede ser viceversa y eso nos ha limitado mucho en la capacidad de manejo de la política macroeconómica y por lo tanto dentro de lo que nosotros llamamos la estabilidad macroeconómica, hay que ser muy conscientes de cuidar los desajustes financieros de la perspectiva de los descalces, tanto en moneda.

O sea que los activos y los pasivos están más o menos balanceados en el tipo de moneda que se tienen para que una devaluación no pueda causar este efecto. Y en los plazos, que eso es particularmente importante en la deuda externa y en la deuda pública, los plazos de maduración y vencimiento de los pasivos.

Controlar la inflación, por supuesto sigue siendo un tema fundamental, hemos pagado muchos costos por lograrlo, no hay que perder ese activo que se ha logrado.

Pero no sólo la estabilidad nominal o de la inflación es la que nos debe preocupar, sino que la inestabilidad de las variables reales de la economía —como les decía— tiene costos económicos y sociales muy altos y debemos empezar a preocuparnos más por también incorporar la idea de la estabilidad real, porque la inestabilidad real de la economía es muy costosa.

Por lo tanto, terminamos ahí con la idea, de un manejo prudente de la flexibilidad.

Y con esto quisiera terminar: ¿Qué quiere decir un manejo prudente de la estabilidad? Está la idea de las políticas macroeconómicas flexibles.

Es decir, por un lado la política fiscal —a nuestro juicio— tiene que estar basada en objetivos estructurales y no de corto plazo o de coyuntura.

O sea, al déficit fiscal o el superávit fiscal o el equilibrio fiscal, como se quiera definir, tiene que ser en función de objetivos estructurales de la economía, de horizontes plurianuales en relación al ciclo

económico, pero también a la evolución del producto potencial de la economía para poder, a efecto de tratar de generar un poco más de flexibilidad en el manejo de la política fiscal y que pueda ser una política anticíclica y no procíclica, como ha sido hasta ahora.

En término de las políticas monetarias, la idea es que la mayoría de nuestros países —a mí juicio correctamente— están adoptando lo que se llama los inflation tigeeri* o los esquemas de control de la inflación, pero inclusive ahí, dependiendo como uno ajuste la fórmulas, si son en un rango o en punto, hay formas de introducir un poco más de flexibilidad a la norma y de eso se trata.

O sea, la idea es cómo tratamos de generar normas que nos permitan un poco mayor grado de flexibilidad responsable para tratar de suavizar los ciclos.

Esto es a nuestro juicio, uno de los temas fundamentales, por ejemplo en las políticas, el objetivo de lo que podría ser una política del Banco Central, quizás incorporar algún objetivo de la economía real, como niveles de desempleo o algún target* de tasa de crecimiento.

Pero la idea es, dentro de las normas que nos fijamos como generar algún espacio para una mayor flexibilidad que nos permita suavizar y enfrentar los ciclos de manera anticíclica y no necesariamente procíclica.

La flotación de la moneda, hay una gran discusión, en CEPAL planteamos en que hay que moverse como lo han hecho la mayoría de los países, ha sido un tema de flotación, a nuestro caso flotación sucia, no flotación, flotación, o con quizás bandas de flotación bastante anchas.

El tema de las políticas de pasivo, como les decía, a nuestro parecer era un elemento central la necesidad de un manejo prudencial, que se centra en la idea de mejorar los plazos de maduración de la deuda interna y externa y en el tema de los descalces de moneda.

Por supuesto, los últimos dos temas son los temas de regulación y supervisión financiera que son claves en un mundo cada vez, financieramente más integrado, donde cada vez las restricciones a los movimientos de capital, los mecanismos de encajes o de restricción a la cuenta de capitales son difíciles de implementar, no son obvios, digamos, de llegar a consenso.

El tema de la regulación y supervisión financiera y de la profundización del sistema financiero, pasa a ser un elemento central para reducir la volatilidad y tratar de minimizar, digamos, los efectos negativos de los ciclos financieros.

Y por último, a nivel regional, nosotros pensamos que hay mucho que hacer para manejar los temas de vulnerabilidad externa y, por supuesto, deuda externa, ya América Latina cuenta con esfuerzo un una red de integración financiera y comercial bastante importante a nivel de la región, de la subregional, donde deberíamos fortalecer los esfuerzos de coordinación de políticas macro, por ejemplo a nivel de los acuerdo comerciales.

Y tenemos el tema de el rol que deben jugar, por ejemplo, organizaciones como la CAF u otras agencias multilaterales en proveer financiamiento de liquidez excepcional para crisis de balanza de pago y para facilitar y servir como catalizador de la posibilidad de nuestros países de acceder a recursos privados en los mercados financieros.

Y para esto simplemente doy un ejemplo, si ustedes si fijan, la CAF tiene un invest bank gree* bastante superior al de cualquier de sus países miembros, lo cual le facilita y le abarata el costo de salir a recaudar fondos en los mercados financieros internacionales y podría servir como catalizador para que estos países, digamos, se le facilitara el acceso.

Para concluir y con esto termino, el último minuto.

Lo que finalmente el mensaje que quisiera dejar es: La década de los 90 el proceso de globalización nos abrió a nuevas fuentes de financiamiento externo, el mercado de bonos pasó a ser algo que no teníamos antes, la inversión extranjera directa jugó un rol muy importante, no está muy claro cuál es la evolución en los años que siguen, uno observa preocupantes tendencias en las caídas de la inversión extranjera,

etcétera.

Pero el tema es que la integración financiera, la capacidad de conseguir recursos afuera, dada la integración financiera, ha cambiado su dinámica, eso nos da grandes oportunidades, porque obviamente en la medida que podemos conseguir recursos, aumentamos nuestra capacidad de inversión y nuestra capacidad de crecer.

Pero al mismo tiempo nos genera grandes desafíos porque estamos sujetos a nuevos desafíos en términos de vulnerabilidad externa, volatilidad y la necesidad de estabilizar los ritmos de crecimiento a nuestras economías.

Muchas gracias.

El MODERADOR.— Bien agradecemos la brillante exposición de Daniel Titelman, seguidamente el primer comentario está a cargo de Pablo Secada, que tiene siete minutos para sus comentarios.

El señor SECADA, Pablo.— Buenos días y muchas gracias por la invitación.

Quería hacer dos tipos de comentarios: En uno, primero, aprovechar la presencia del señor Titelman para hacerle algunas preguntas que me quedaron pendientes de revisar su exposición antes de venir acá.

Después hacer algunos comentarios adicionales a los que él hizo sobre algunas partes de la presentación, y si me da el tiempo, me gustaría hablar brevemente de la situación del Perú desde nuestra perspectiva.

Primero los comentarios que creo que pueden merecer, si es que da el tiempo, a que él haga algunos comentarios adicionales.

Uno primero, en el gráfico en el que muestra la inversión extranjera directa y el hecho de que durante los primeros años de la década del 90 fue, tuvo un comportamiento anticíclico, pero en los últimos un comportamiento procíclico.

Y le quería hacer la pregunta: ¿Cree que este es un cambio estructural o no lo es? Yo tengo la impresión de que la desaceleración de las economías industrializadas en los últimos años explican buena parte de la reducción del AIED a América Latina.

Pero también me queda la duda de en qué medida la forma en que se ha resuelto, bueno, no se ha resuelto, se ha empezado a enfrentar la crisis argentina, puede significar un cambio estructural, porque me parece que se ha hecho de una manera sumamente inadecuada.

En el siguiente gráfico, este es otro comentario adicional, hemos estado acostumbrados a agrupar a Argentina, Brasil y México que eran los países que recibían la mayor parte de la inversión extranjera directa.

Bueno, Argentina, después de la forma en que están solucionando la crisis, creo claramente va a salir de ese grupo y me parece a mí que Chile va a entrar a ese grupo. Creo que mirando hacia adelante, Chile, México y Brasil, dependiendo en qué pase en las elecciones, van a concentrar nueve de cada diez dólares que vienen de inversión extranjera directa a América Latina.

En la primera de las dos páginas en la que habla sobre hechos estilizados. Cuando se sostiene que el crecimiento económico ha sido inestable y volátil. Para mí, eso ha sido porque no hay instituciones que permitieran que se incorporaran o se mantuvieran en el tiempo las políticas macroeconómicas.

¿En qué medida eso es cierto o cuales son los factores que lo explican? En mi opinión, el mundo con el que tenemos que convivir es más o menos este que hemos visto, un mundo en que las crisis van a ser repetidas, en el que además va haber mucho menos disponibilidad de capitales, los que nos queda hacer es enfrentarnos a ese mundo, en mi opinión, construyendo instituciones más sólidas.

En la siguiente: ¿En qué medida la credibilidad de las políticas fiscales al ser muy baja, es la que nos permite, a los países en desarrollo, hacer políticas anticíclicas y en qué medida se puede reforzar esa

credibilidad?

Creo que ese un comentario muy pertinente porque ese es justamente un tema de debate acá en el Perú, se propone seguir expandiendo la política fiscal y en mi opinión si primero no compras credibilidad no te sirve de nada o te sirve de poco hacerlo.

En la página 17, cuando hablamos de los equilibrios económicos. Me parece que en Argentina es poco útil mirar el sector público no financiero nacional, el problema lo generaron las provincias en los últimos años de la década pasada. Me gustaría un comentario al respecto.

Y otro comentario que me gustaría es: En un plazo como este, en un plazo de una década, deberías tener en algunos años superávit, salvo Chile, República Dominicana y quizás algún otro país más, eso no ocurre en casi ningún otro país.

¿Si no ahorras en las vacas gordas, como enfrentas las vacas flacas y cómo enfrentas las contingencias?

Tengo una pregunta sobre el gráfico en el que se mostraba el desempeño de las economías antes y después de la crisis de la deuda: ¿Qué tan válido es hacer estas comparaciones, no ha habido, acaso, un cambio estructural por la globalización y la importancia de los hilos financieros que te hacen muy difícil comparar la performance de América Latina antes y después de la crisis de la deuda?

Hizo un comentario que me parece relevante porque también es otro de los temas de debate en el Perú, (6) si el Central debería o no tener mixtas, metas que además de la estabilidad de precios incorporen variables reales.

Dos de los siete directores del Central creen que sí. A mí me parece, por lo menos paradójico, que directores del central lo pidan en un país que tiene la experiencia del nuestro.

El otro tema que me parece relevante es, ¿es posible la integración con la Comunidad Andina, precisamente, sin coordinación de políticas macro?

Esto es válido para cualquier integración multilateral. Pero específicamente la Comunidad Andina, no sabemos qué tan efectivo —y esa es otra pregunta que me gustaría dejarle— ¿qué tan probable es que el Presidente electo de Colombia, que tiene un mandato claro para hacer reformas, las haga? ¿Y qué tan posible es que Colombia recupere el manejo macro tan disciplinado que tuvo durante los 80 y comienzos de los 90?

Esas eran las principales preguntas que tenía o comentarios. Me gustaría añadir algunos otros a la presentación, que no cambian para nada las conclusiones a las que se llegó, pero me parecían interesantes y me interesaba compartirlos con ustedes.

Revisando cualquiera de los gráficos, vemos que México tuvo un efecto inicial mucho peor al de la crisis rusa. Pero el de la crisis rusa fue un efecto que se ha quedado con nosotros y creo que sería interesante escuchar un comentario al respecto.

Yo no dejaría de lado la crisis de los fondos de cobertura, de los *get fund* en Estados Unidos. Creo que eso añade problemas a la situación después de Rusia y es uno de los factores que ha hecho que sea más difícil la recuperación de los flujos financieros de las economías emergentes. El *LTCN* por ejemplo, el Long Term Capital Market.

Un tema que me parece interesante y que no debería dejar de mencionar, si revisamos el flujo de capitales oficiales al Perú, son positivos en todos los años menos uno, durante la década pasada. No deberíamos olvidarnos de eso cuando analizamos la perspectiva y la problemática que representa la deuda externa.

El Perú recibe en términos netos flujos de países y de multilaterales.

Otro tema que no lo hemos visto acá, pero lo veríamos si revisáramos información del Instituto de Finanzas Internacionales, del Fondo Monetario, la perspectiva de entradas de capitales a economías en desarrollo es muy mala. Lo que mencioné hace un momento de Rusia y la crisis de los fondos de

cobertura.

En el año 2002, 2003, el Instituto de Finanzas Internacionales espera flujos netos de capitales a economías en desarrollo que es un poco más de un tercio de lo que eran en pico, antes de la crisis rusa.

Una de las suertes que tuvo el Perú, es que llegó tarde a la fiesta de emisiones de bonos en inversiones accionarias.

A nosotros, realmente, no nos causó el problema que a otros países, porque entró poco capital y el Perú básicamente no emitió bonos hasta hace unos meses.

Y hay un tema adicional que me parece interesante comentarlo, porque tiene mucho que ver con la crisis que todavía enfrentan las empresas. No es solamente que el Perú llegó tarde porque las reformas las hizo después que otros países. Además, en mi opinión, las empresas siguen siendo empresas familiares acostumbradas a financiar buena parte de sus proyectos con deuda. Esa es una de las razones que está en el origen de la crisis que seguimos viviendo y que no puede dejarse de lado cuando se analizan cambios a la Ley de Procedimientos Concursales o por ejemplo, el RESIT, a comienzos de este año.

Hay un **paper** del Banco Mundial que todavía no han publicado, vi solamente un comentario muy breve, en el cual analizan la crisis asiática y la comparan con la crisis posterior a Argentina y opinan que sí va haber contagio; contradiciendo la visión del tesoro americano que dice que, salvo Uruguay, el contagio no debería afectar a América Latina y, básicamente, se enfocan en los flujos de préstamos bancarios a América Latina.

No he leído el **paper**, pero me imagino que lo que dicen es, como muchos de los bancos que invirtieron en América Latina han tenido un problema que no anticiparon a Argentina y que se ha solucionado muy pobremente, probablemente contraigan su exposición, al resto de la región, por los problemas que han enfrentado en Argentina. Eso también nos va afectar a nosotros.

Cuando vemos el indicador de deuda sobre reservas o de flujos de pagos sobre reservas, en el caso del Perú —creo— deberíamos acordarnos que tenemos una parte importante de las reservas, un encaje, no es del gobierno ese dinero y por lo mismo no lo puede usar, y otra importante es el fondo de los pensionistas.

Me parece a mí, que para hacer comparaciones como esta hay que analizar estos factores y excluirlos.

Esos eran los comentarios principales, tengo un minuto y voy a dejar la idea ahí, ya la comentará alguien más.

Desde nuestro punto de vista, la situación fiscal del Perú es muy pobre.

Nuestra opinión es que el Ejecutivo ha minimizado la situación fiscal, los riesgos que enfrenta la situación fiscal y que el Congreso, básicamente, los ha ignorado.

No tenemos los recursos que teníamos hace unos años, que nos permitían enfrentar una crisis financiera, ya se han agotado esos recursos, quedan sólo 19 millones de depósitos de privatización, 185 millones de otros recursos a los que el tesoro podría acceder y el bonus se emitió en febrero se empezó a utilizar en febrero —si revisan la nota semanal del Banco Central de Reserva, el bono internacional—.

Para este año esperamos un *déficit* de 2,8, que representa la necesidad de financiamiento de 2 mil 600 millones de dólares y la única luz que vemos es el anuncio de medidas tributarias que en buena medida dependen del Congreso.

Es paradójico que el gobierno esté pensando en revisar al alza su estimado de *déficit* fiscal para el próximo año, de 1,4 y 1,7; cuando dice que las medidas tributarias podrían tener un impacto positivo en la recaudación del orden de unos siete.

De nuevo —lo que dije hace un momento—, creo que están minimizando el problema fiscal.

Yo creo que habría que comentar esto a lo largo de este seminario, porque hay gente que lo puede hacer muy bien.

Gracias.

El señor .— Muchas gracias, Pablo.

Seguidamente, los comentarios de Bruno Seminario.

El señor BRUNO SEMINARIO.— Yo quiero comenzar agradeciendo al Banco Central por haberme invitado a hacer el conjunto de comentarios y creo que voy a dividir mis comentarios en preguntas y en reflexionar sobre algunos aspectos de la exposición.

Voy a comenzar por las preguntas.

Tengo varias curiosidades a la hora de leer el *paper*, no sé si las pudiera contestar el expositor. Tiene que ver con el comportamiento de la inversión extranjera.

Yo vería este comportamiento íntimamente ligado a los programas de privatización. Entonces, no sé si en la CEPAL han investigado, un poco, cómo se comportan estas serie de metas de programas de privatización. Porque podría ser que el comportamiento anticíclico que se está observando sea debido a este componente ligado al programa de privatización.

Un poco lo que estoy pensando es, si un país todavía no ha privatizado todo y justo en el momento donde no tiene recursos financieros, decide acelerar sus programas de privatización y en el proceso capta más inversión extranjera.

Si esto fuera cierto, más o menos ahora que ya se han terminado casi todos los programas de privatización en América Latina, a lo mejor no se preservaría el comportamiento anticíclico. Por eso, me gustaría ver la serie neta.

La otra cosal, que también es una curiosidad, es esta cuestión de la emisión de bonos.

Aquí hay dos cosas curiosas que observamos: una es esta correlación que muestras los rendimientos; cuando uno analiza, hasta cierto punto sorpresiva. Incluso, yo estuve viendo las correlaciones que uno observa, los rendimientos entre índices bursátiles de América Latina e incluso a nivel mundial, y uno ve que tiene una correlación de 90% ó 95%.

Entonces pregunto, ¿a qué obedece eso?

Parecería obedecer a una regla de lo que en inglés se dice, una regla de los inversionistas, porque no tiene mucha racionalidad. Es más, si tuviéramos inversionistas extranjeros más o menos racionales, ahí cabría esperar una menor correlación, porque tendría el riesgo específico, tener mayor importancia que el riesgo sistémico.

Si uno observa, hay bastantes diferencias en los países de América Latina que amerita una menor correlación.

Entonces, me parece que eso reflejaría una gestión de cartera bastante ineficiente por parte de los inversionistas extranjeros o un poco minimizar el costo de la cartera que sería el responsable de esta regla y podría ser también, la forma cómo se hacen los índices extranjeros. Pero, es un tema que no sé si tienen alguna teoría buena en la CEPAL que explica esto, la otra forma, la otra correlación.

La otra cosa es, no sé si se han comparado estos bonos que hemos emitido ahora con los bonos que emitimos a principio de siglo.

En realidad, gran parte de estos cambios estructurales en el financiamiento ya los observamos entre 1900 y 1930; son patrones muy semejantes. No sé si hay alguna diferencia en comportamientos, diferencia en los rendimientos.

Y, aprovecho para conectar esto con un tema que mencionó, tangencialmente, Pablo. Él decía que los datos no eran comparables por cuestiones de la globalización.

Tenemos la ventaja, a principio de siglo hubo la primera globalización, entonces los datos, en principio, serían comparantes.

La tercera pregunta es, que parece que todos los instrumentos financieros que tenemos en realidad no cumplen su función. A uno le gustaría tener finanzas anticíclicas y no finanzas procíclicas.

Entonces, llegamos a la conclusión que los instrumentos financieros extranjeros son solamente disponibles cuando no los necesitamos y no disponibles cuando los necesitamos y que la forma de obtenerlos, la forma de combatir esta inestabilidad es, precisamente, que durante la fase donde tenemos abundantes recursos financieros hagamos una especie de fondo de estabilización para combatir los otros financiamientos extranjeros.

En la cuenta, si sumamos la construcción del fondo de estabilización, nosotros en realidad no estamos recibiendo ningún financiamiento. Entonces, ¿para qué lo pedimos? ¿No sería mejor ponerse como programa en América Latina, suprimir en los próximos 15 ó 20 años mediante reglas fiscales la necesidad de financiamiento externo?

Por eso, esto tenía que ver a la hora de elaborar las reglas fiscales. Yo estoy de acuerdo con la propuesta de que las reglas fiscales deben ser, deben reflejar los *déficit* estructurales. Pero, también creo que deben incluir —casi todas— un programa de reducción gradual de los coeficientes de deuda.

Creo que en la regla brasileña se está intentando reducir los coeficientes de deuda. En el Perú todavía estamos en la discusión; por ahora, se ha aceptado que por lo menos se mantenga constante el coeficiente de deuda.

Yo pienso que si reducimos los coeficientes de deuda, vía presiones fiscales, en realidad vamos a reducir nuestra vulnerabilidad acerca del financiamiento externo.

El cuarto comentario, es esta cuestión de la estabilidad nominal y la estabilidad real.

Cierto, ahora tenemos estabilidad nominal, pero la estabilidad real es bastante dudosa.

Se supone que hicieron el programa de reforma para alcanzar, precisamente, estabilidad real; porque la estabilidad nominal es relativamente a niveles bajos de inflación. Entre tener una inflación de 3% o una inflación de 4%, en términos prácticos, tiene casi el mismo costo; la única diferencia, en términos de inflación, es pasar mientras la inflación no exceda al 7% ó 8% anual, entonces, el costo económico de control de inflación sería bastante reducida.

Aquí lo importante es, básicamente, coeficientes de estabilidad real.

Como leemos las cifras, es que en realidad todos los programas de crecimiento no permiten alcanzar los crecimientos de la década de los sesenta. Ni siquiera permiten alcanzar los crecimientos que teníamos a principio de siglo —en base de los datos disponibles—. Sino más bien, tenemos un comportamiento de crecimiento muy semejante o ligeramente superior al que teníamos en la década previa, a la década de los ochenta y no se olviden que la década previa a la década de los ochenta ya es la fase de agotamiento en modelos de sustitución e importaciones y por lo tanto, las tasas de crecimiento ya se habían reducido.

Entonces, en términos de crecimiento no hemos logrado gran cosa.

La pregunta es, ¿cómo recuperar, efectivamente, un crecimiento que en realidad sea más parecido a la década de los sesenta, que es la época de oro del crecimiento?... (grabación incompleta)... (7) pagos tradicionales donde se originan fundamentalmente el déficit fiscales.

Hoy en día muchas de las crisis de balance de pago no se han originado en déficit fiscales, si es que no tiene experiencia de países que tenían superávit fiscales y caen en crisis de financiamiento de la balanza de pago con necesidades de ajuste (ininteligible).

Comparto las necesidades de reglamentar la idea de Índice de Deuda, pero eso no nos va a eliminar el problema de la deuda externa, porque somos de economía externa y queremos ahorro externo para poder financiar nuestros procesos de inversiones.

Y como yo decía en la presentación, tanto el déficit público como privado de una perspectiva de macro genera vulnerabilidad, entonces ahí hay un tema que me parece que estoy de acuerdo pero que no agota digamos el problema.

Por suerte, me queda un minuto nomás y dejé las demás difíciles hacia el final, pero el tema de los contagios, hay mucha discusión en esto, porque primero uno no tiene muy claro ¿cuáles son los mecanismos de contagio?, cierto que el tequila y pasó más rápido de lo que uno esperaba y solo afectó a Argentina digamos, la crisis rusa nos afectó mas, afectó al Tequila como región y hay un tema si los contagios cuando se generan en ciertos países, cuando las crisis se generan en ciertos países tienen un elemento de un contagio mayor que cuando se genera, el otro día hay una discusión que no está resuelta, digamos ¿cuáles son los mecanismos de contagio?.

Pero el tema que estamos sujetos a los vaivenes de la economía mundial y quizás uno de los dramas de Argentina hoy es que no es contagioso, porque si fuera contagioso digamos tendríamos distintas respuestas de la Comunidad Internacional.

Pero el punto es que estamos sujetos, estamos cada vez más integrados a un mundo, donde vamos a estar sujetos a choque externos y choque externos que pueden ser previsibles y no previsibles y que pueden ocurrir independientemente de nuestras realidades y por eso nuestra capacidad de avanzar a combinar flexibilidad con credibilidad me parece que es muy importante.

Gracias.

El PRESENTADOR.— Muy bien, bueno me informan que ya se encuentran con nosotros los expositores que van a tener a cargo el segundo tema y considerando que hemos iniciado el evento con una hora de retraso daríamos por culminada esta primera sesión, no sin antes agradecerle a Daniel Titerman por su brillante exposición y a Paulo Secada y Bruno Seminario por sus buenos comentarios que nos han brindado en esta oportunidad.

Muchas gracias.

(Aplausos.)

La Segunda sesión de esta mañana se trata de Lineamientos para la Gestión de la Deuda Pública, expositor el doctor Mariano Cortez, preside la mesa el congresista Jorge Mera y los comentarios de los señores Javier Abugattás y Gonzalo Tamayo.

A quienes invitamos a la Mesa.

El señor PRESIDENTE.— Buenos días, vamos a continuar con la segunda sesión, el tema es en esta segunda sesión tenemos el tema Lineamientos para la Gestión de la Deuda Pública, con la presentación de Mariano Cortez que recoge una amplia experiencia internacional y lecciones a cerca del manejo de la Deuda Pública que obviamente incluye la Externa.

El señor Cortez trabaja en el Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios del Fondo Monetario Internacional, graduado en la Universidad de Buenos Aires y candidato a doctor en la Universidad de Minesota, actualmente trabaja en temas de sobre estabilidad financiera.

Los comentarios estarán a cargo de Javier Abugattás con amplia experiencia y consultor en temas de economía pública y de Gonzalo Tamayo, Gerente de Estudios Económicos de Macro consúl y estudios doctorales en la economía de la Universidad de California.

Entonces, tenemos la exposición del doctor Mariano Cortez, al cual invitamos para que haga la exposición, su tiempo de exposición es de 30 minutos.

El señor CORTEZ, Mariano .— Buenos días, muchas gracias por la invitación que recibió el Fondo Monetario para participar en este foro.

La exposición va a estar orientada a aspectos de fortalecimiento institucional, lo que hace a la gestión de la deuda pública tanto en su componente de deuda interna como en su componente de deuda externa.

Los temas de la presentación van a ser los siguientes: Voy a tratar de dar una motivación ¿ por qué es importante tomar muy seriamente la gestión, tener una gestión razonable de la deuda pública.

Voy a dar una introducción a la motivación sobre la formulación de una guía que se ha elaborado en forma conjunta entre el Banco Mundial y el Fondo Monetario sobre la gestión de deuda pública y después voy a ir rápidamente sobre los puntos principales contenidos en la guía.

La idea es, tratar de difundir y mejorar la comprensión de lo que busca la guía desde el punto de vista de ser un instrumento, uno de los múltiples instrumentos que hoy están disponibles, para tratar de disminuir la vulnerabilidad a la cual están sujetos los países.

Algunos de los temas que voy a presentar, son de aplicación tanto para gestión de deuda pública a nivel nacional como para gestión de deuda pública a niveles subnacionales y en empresas públicas.

El primer punto a notar es que por lo general la deuda pública es el portafolio financiero más grande dentro de un país y por lo tanto estructuras inadecuadas en ese portafolio, son fuentes de propagación ó incluso a veces de origen de grave crisis económicas y financieras.

Un manejo razonable de la estructura y del tamaño de la deuda puede se va a disminuir la vulnerabilidad y en el tiempo también reducir los costos de endeudamiento.

Tal vez a lo largo de la historia ha habido casos notables en los cuales la deuda pública ha jugado un rol principal, tanto como origen como mecanismo de propagación de crisis , por ejemplo en el caso de México en el 94, 95 en el caso de Rusia en el año 98 y creo que todos estaríamos de acuerdo que la estructura de deuda y el tamaño de la deuda ha tomado un papel preponderante en la evolución de la crisis Argentina de los años, desde el año 2000, 2001 y 2002.

Quisiera, este es un tema que voy a volver varias veces en la presentación, es que hay que tomar una perspectiva de mediano y largo plazo en la gestión de deuda pública, hay estructuras de deuda pública que en el corto plazo pueden resultar desde un punto de vista ex ante mas baratas.

Pero si las condiciones del mercado se vuelven desfavorables pueden tener resultados catastróficos, me estoy refiriendo a tomar deudas con mecanismos de indexación y deudas denominadas en monedas, en las cuales el país no tienen poder para emitirlo.

Cuando hablamos de deudas, el manejo de deudas públicas, hablamos de temas trascendentes, hay temas que hacen a la reputación de la gestión del Estado y hay temas que hacen a la transferencia de intergeneracional de cargas.

La formulación de esta guía, es una respuesta a un pedido originado después de las crisis asiáticas por parte del Comité Monetario y Financiero, para tratar de encontrar formas de ayudar a los países miembros de el Fondo Monetario y del Banco Mundial a reducir su vulnerabilidad.

Son un complemento de una guía recientemente preparada en el fondo sobre gestión de reservas internacionales, toda vez que, una de las cosas que se propone es mirar en forma integrada el balance de los estados tanto activos como pasivos financieros.

¿Cuál fue el mecanismo de formulación de esta idea ?, fue un mecanismo en el cual hubo un grado de consulta que diría que no tiene precedentes en el fondo, con los expertos en gestión de deuda pública en un total de 30 países.

Además hubo otro proceso de difusión muy intenso de las normas y de los lineamientos que se iban generando a través de este proceso, en un proceso de consulta 5 foros a nivel regional.

Está en elaboración ahora un documento que la idea es presentarlo a comienzos del año próximo del 2003, donde se hace una revisión muy cuidadosa de cuáles son las prácticas actuales en 18 países respecto de que tan cerca ó que tan lejos están los lineamientos planteados por la guía.

Se ha buscado una diversidad geográfica y de situación económica y financiera en la selección de países, entre los países del continente que puedo mencionar que se encuentran, que son parte del estudio, se encuentran México, Brasil y Jamaica.

Entonces, esperamos poder poner a disposición del público este documento a comienzos del 2003.

El objetivo como ya había mencionado es tratar de darle a los poli y médicos una especie de como poder fortalecer la gestión de la deuda pública, con el objeto de tratar de reducir la vulnerabilidad a la cual están expuestos todos los países.

La gestión tiene que ser una gestión que incluya tanto en forma integrada, tanto los pasivos externos como los pasivos domésticos y al mismo tiempo no debemos de olvidarnos de los pasivos contingentes que tiene el Estado, algunos explícitos con bases contractuales y otros implícitos.

Voy a volver sobre el tema de gestión de pasivos contingentes más adelante. El contenido de la guía representa consensos mínimos ha alcanzado con los diferentes participantes en el proceso de formación de esta guía, por ejemplo hay áreas en las cuales no hay unanimidad sobre que es lo que se debe hacer.

Por ejemplo no está claro, si es necesario traer primer y dealers para gestionar las subastas primarias de deuda pública, sobre eso no hay consenso y por lo tanto la guía no toma una posición al respecto. (8)

Lo que sí quiero resaltar es que no tiene que ser tomado en cuenta de que esto es la única forma de gestionar la deuda pública, no es un código, no son estándares, pero sí sirven como un *benchmark* para testear dónde es que está el país respecto a los que son considerados a nivel internacional las mejores prácticas de gestión de deuda pública.

La guía también ha sido usada, digamos, para ayudarnos en la provisión de asistencia técnica y dentro de un programa de análisis de la situación financiera de los sectores financieros, como parte del EPSA; también toman un papel preponderante dentro del análisis global de la situación financiera, gestión financiera de un país, miramos cómo el país administra su deuda pública.

Hay 6 temas principales en la guía, y voy a pasar rápidamente sobre ellos.

El primero es la formulación de objetivos y coordinación de políticas, un tema de transparencia y rendición de cuentas, *accountability*, en inglés, un tema de marco institucional; después, temas sobre estrategia de gestión de deuda pública, un marco de referencia para hacer un análisis de los riesgos implícitos dentro de la estructura de deuda pública; y después, qué es lo que se puede hacer dentro de las formas como se gestionan la deuda pública para tratar de fortalecer los mercados primarios y secundarios en deuda pública.

El objetivo principal en la gestión de deuda pública es como está expuesto aquí, es asegurar que las necesidades de financiamiento y el pago de las obligaciones del gobierno se cubran al menor costo posible en el mediano plazo de manera consecuente y con la aceptación moderada de riesgos.

Aquí quisiera resaltar otra vez el tema del horizonte temporal sobre el cual se enfoca la noción de qué es minimizar costos. Si se toma un horizonte temporal excesivamente cortoplacista, pueden llegar aceptarse estructuras de deudas que se pueden volver inmanejables; por ejemplo, deudas de muy corto plazo, con lo cual se asume un riesgo sumamente importante de poder hacer el (Ininteligible) al momento en que la deuda se venza; o deudas con cláusulas de indexación a intereses; y por lo tanto, en el momento en que la política monetaria necesita fortalecerse e induce a un aumento de tasas de interés, inmediatamente tiene una repercusión sobre la posición financiera del gobierno; o incluso sobre deudas con cláusulas de indexación al dólar, en la cual se puede llegar a operar bajo la ilusión de que el régimen cambiario en el cual se emiten estas deudas va a ser, puede llegar a ser no sostenible.

Entonces, deudas que se emiten en dólares, una vez que se tiene que abandonar el régimen cambiario por

cualquier motivo, de pronto se convierte en una carga extremadamente más pesada al Estado. Y lo que ex ante parecía una buena decisión de cómo estructurar la deuda, ex post se convierte en que fue una decisión desastrosa.

Las obligaciones a las cuales se hace referencia en esta guía, son aquellas sobre las cuales el gobierno central ejerce control. Esto no quiere decir que el gobierno central tiene que desentenderse de lo que es lo que pasa con el endeudamiento a nivel subnacional, a nivel provincias o municipios, e incluso a lo que pasa con endeudamiento por parte de las empresas públicas.

Si se producen desequilibrios en el endeudamiento a nivel subnacional, el hecho de que entre en *difotum* una región o una provincia, inmediatamente tiene repercusiones sobre la percepción de riesgos del endeudamiento a nivel nacional.

Hablamos también de obligaciones que son negociables y no negociables. En muchos de nuestros países las obligaciones a las cuales nos referimos son obligaciones no negociables y cuyas fuentes de financiamiento son países u organismos multilaterales.

Vamos a pasar al tema de coordinación de políticas.

Por el tipo de instrumentos en el cual se usan, tiene que haber un necesario entendimiento mutuo de los objetivos entre los administradores de la deuda pública y los encargados de implementar la política monetaria y fiscal.

Por ejemplo, las operaciones del Banco Central de mercado abierto, típicamente se hacen a través de instrumentos del sector público, entonces, si las características de estos instrumentos hacen que sean menos apetecibles por parte del sector privado, se dificulta la gestión de manejo de liquidez por parte de los bancos centrales.

Entonces, en el diseño de los instrumentos hace falta un grado de coordinación, por supuesto que hacen falta grados de coordinación en los calendarios en los cuales se van a emitir deudas públicas, etcétera.

Las personas encargadas de gestionar la deuda pública tienen una obligación de hacerle conocer a la autoridad fiscal las consecuencias de los niveles de financiamiento que se requieran. No pueden tomar una actitud pasiva, por ejemplo, si la autoridad fiscal le pide "necesitamos tanto, que usted gestione, consiga tanto dinero del mercado" las personas encargadas de gestionar la deuda pública pueden tener una opinión respecto sobre el nivel de endeudamiento, sobre las consecuencias que eso puede llegar tener sobre la estructura de deuda pública y los costos a los cuales se va a poder gestionar la deuda pública.

En aquellos casos en los cuales los países tienen mercados financieros suficientemente desarrollados, es preferible tener una asignación de responsabilidades, y por lo tanto, la rendición de cuentas, separados entre aquellas personas encargadas de gestionar la deuda pública y los encargados de implementar la política monetaria.

Pasando al tema de coordinación, obviamente que hace falta compartir información clave; y uno de los casos de informaciones claves, relevantes, es las necesidades futuras de financiamiento y de los flujos de caja por parte de la autoridad, proyectados por la autoridad fiscal, ese es un ingrediente básico en la planeación de las colocaciones que hace el gestor de la deuda pública y es un ingrediente básico en el análisis de la evolución de liquidez para aquellos encargados de implementar la política monetaria.

Transparencia y rendición de cuentas.

Es clave para tener una buena asignación de responsabilidades, que los roles que son asignados a los diferentes gerentes partícipes en el proceso de administración de la deuda pública, sean claramente especificados y que sean públicamente divulgados.

Al divulgar públicamente cuáles son las responsabilidades de los distintos actores en el proceso se fortalece el proceso de *accountabilit*, de rendición de cuentas vía el público.

Los objetivos tienen que ser claramente definidos y hacerlos de conocimiento público, y si se van a usar

estándares de costos y de riesgos, algunos países usan *benchmark* también tiene que hacerse esa información pública.

La transparencia en términos de objetivos hace que se reduzca la incertidumbre sobre qué es lo que puede esperar el sector privado respecto de las operaciones por parte del sector público en su gestión de endeudamiento y a la larga, reducir el grado de incertidumbre en el cual se opera y eventualmente se va a una disminución de el costo de financiación.

Finalmente, es necesario hacer público aspectos relevantes en la gestión de la deuda pública, un ejemplo tal vez sirva para clarificar sobre qué es lo que incluyen aspectos relevantes, por ejemplo, si se decide usar el mecanismo de *Primer y Dealers* como mecanismo inicial de distribución en las subastas, bueno, las reglas de quién puede calificar para *Primer y Dealers* cuáles son las obligaciones a las cuales los *Primer y Dealers* se someten, cómo se va a monitorear su performance, no tiene que ser hecho, esas reglas tienen que ser dadas a conocer al público.

Lo mismo, por ejemplo, en los mecanismos de subasta, todo tiene que estar perfectamente claro para los participantes, cuáles son las reglas bajo las cuales las subastas se van a operar, cuál es el tratamiento fiscal que se le va a dar al rendimiento de los bonos, etcétera.

Es necesario proveer información sobre la gestión, las operaciones fiscales, tanto del pasado como las corrientes y proyecciones futuras desde un punto de vista de gestión consolidada por parte del gobierno.

No divulgar esa información al mercado, generalmente lo único que hace es aumentar la incertidumbre en la cual el mercado opera; el mercado va a tratar de adivinar cómo va a ser la posición financiera del Estado; y no está claro de que haya ventajas para el Estado de retener esa información.

Cuando hablamos de la necesidad de publicar la estructura o dar a conocer la estructura en términos de deuda, en términos de vencimiento, composición, de interés, indicadores de madurez, indicadores de otro tipo de indicadores, lo que se busca también es aumentar la transparencia con la cual se opera en la deuda pública.

Tal vez sea necesario ir más allá de una divulgación de las obligaciones de deuda, e incluir las obligaciones a pasivos contingentes del Estado; en particular, aquellos que involucran el otorgamiento de garantías por parte del Estado, porque el manejo de las garantías por parte del Estado involucra, tiene que ser tomado en cuenta en el diseño de los límites de endeudamiento a los cuales va a estar la operatividad del Estado. Claramente hay necesidad de discutir en forma transparente el precio al cual se van a vender las garantías por parte del Estado.

Es más complicado, en lo que se refiere a los pasivos contingentes del Estado, porque la divulgación de cómo actuaría el Estado, en caso, por ejemplo, de una crisis bancaria, puede llevar a serios problemas de (Ininteligible); o, por ejemplo, en cómo va a actuar el Estado respecto de cuál es su estrategia de recompra de deudas. (9)

Si se divulga al mercado cual es la estrategia de formación de precios, puede que se produzca una reacción contraria a los intereses del Estado.

En términos de rendición de cuenta, no es inusual que los encargados de la gestión de la deuda pública presenten reportes anuales, en esos reportes anuales se presentan los lineamientos estratégicos para la gestión de la deuda pública, se presentan la estructura de deuda pública preferida a la cual aspira a poder llegar en determinado período de tiempo el gestor de la deuda pública.

Entonces esos reportes anuales también son un mecanismo de rendición de cuentas vía la sociedad.

Es necesario también, de que hayan auditorías anuales sobre la gestión de deuda pública, por ejemplo, en el caso de Inglaterra, ha habido revisiones regulares por parte del Parlamento, de la gestión de deuda pública, y los resultados de ese análisis se divulgan al público.

El Marco Institucional. Lo primordial aquí es tener un marco legal que establezca claramente quien tiene la autoridad de emitir deuda pública y en asumir responsabilidad por el endeudamiento del Estado.

Las contrapartes, necesitan saber que la persona o la institución que está emitiendo deuda pública, lo hace con el respaldo institucional del Estado.

Generalmente o la forma en el cual los regímenes legales tratan este tema, es a veces a nivel de la gestión anual de presupuestos se dan ciertos límites, ciertos techos sobre el endeudamiento del Estado, a veces se dan límites y techos que especifican en forma separada el nivel de endeudamiento interno y el externo, con posibilidades de transferir recursos de una fuente a otra.

Los mandatos tienen que ser claramente especificados, y los mecanismos en forma transparente, de manera tal de que, cuando surjan dudas o controversias entre los distintos sectores de la deuda pública, autoridades monetarias, autoridades fiscales y los gestores de la deuda pública, esté claramente establecido en el marco institucional, como tienen que resolverse esos conflictos.

Voy a pasar rápidamente. La parte de riesgos operativos no tienen que ser descuidados. Aquí, hablamos de riesgos desde el punto de vista de gestión legal, etcétera.

Los daños de reputación, de no poder gestionar en forma razonable, incluso, ante pedidos de crisis son muy grandes.

Obviamente, para un proceso de gestión adecuada de la deuda, hay que contar con sistemas de información que nos permitan el monitoreo de riesgos, planificación de riesgos, en forma sistemática.

Una de las preocupaciones más grandes que tienen los gestores de administradores de deuda, es que forman profesionales y después les hez muy difícil retenerlos.

Los profesionales, aquí deben conocimientos que son muy demandados por parte del sector financiero privado, entonces hay una continua rotación de personal capacitado.

Dentro del marco institucional, una de las cosas importantes es tener un código de conducta claramente especificado y una regla de conflictos de intereses, de manera tal de que, no existan dudas por parte del público, de que las decisiones que se toman en términos de gestión de deuda pública, no reflejan intereses personales, intereses financieros personales de los que están gestionando la deuda pública.

Estrategia para la administración de deuda pública. Básicamente aquí la idea es tratar de identificar cuales son los riesgos presentes, tanto riesgos de mercado por movimientos sin tasas de interés, tipos de cambio, etcétera, riesgos de liquidez y riesgos de imposibilidad de hacer *roll over*, de manera tal de que usando diferentes herramientas de análisis, el sector de la deuda pública, tenga conciencia plena de riesgos que la actual estructura de deuda pública conlleva.

Una vez que están identificados estos riesgos, y mediante un análisis integrado, de tanto de los activos, como pasivos y de los flujos futuros de caja del sector público, puede llegar a una determinación de cual sería una estructura preferida de deuda pública.

A partir de ese punto, la idea es ver como transicionar antes de la estructura de deuda actual a estructuras de deudas que tienden a reducir los riesgos a los cuales está expuesto el Estado.

Por ejemplo, en lo que se refiere a riesgos de liquidez, bueno, hay estrategias que pueden llevar a aumentar la liquidez de los títulos de la deuda al sector público, mediante la disminución de la fragmentación de las diferentes colocaciones, es mediante la creación de *benchmark*, donde la liquidez del mercado se refugia en esos títulos.

Otra vez volvemos al tema. En la gestión de deuda pública, claramente la necesidad de identificar los riesgos involucrados sobre la imposibilidad de hacer *roll over* con deudas con una estructura de madurez muy corta y deudas otra vez con cláusulas de indexación, o bien al dólar, o bien a tasas de interés *overnight*, con lo cual, con ese tipo de estructuras, crean problemas muy serios para la implementación de otros aspectos de la política, por ejemplo la política monetaria.

Con la estructuras de deudas que están altamente indexadas a la tasa de interés *overnight*, por ejemplo, una respuesta de política monetaria, de que lleva a un aumento de la tasa de interés, inmediatamente crea

problemas a la gestión del Estado, y puede tener efectos de *feedback*, que pueden hacer mucho menos efectiva las respuestas de política monetaria ante un *shock* externo.

Hay países en los cuales aspiran a manejar los riesgos de liquidez temporal en los mercados, mediante la acumulación de activos financieros líquidos, y el uso de líneas de crédito contingentes.

Muchas veces lo que sucede con las líneas de crédito contingentes, es que en el momento de *stress*, en el cual, el Estado decide activar las líneas de crédito contingentes, las fuentes del financiamiento reducen la exposición que ellas tienen a otros agentes dentro del país, y por lo tanto, la disponibilidad de recursos en forma agregada, en general disminuye o no cambia.

Entonces, puede dar una falsa seguridad que pensar que tener línea de créditos contingentes, van a ser un mecanismo razonable para responder ante situaciones de liquidez temporal.

Es necesario, digamos, el sector, los inversionistas tengan claramente, tengan una visión clara de aquellos **tradedocks*, a los cuales estás dispuesto a aceptar, el Estado por parte, entre costos y riesgos.

Entonces, eso permite claramente tomar una posición de respuesta y saber que es, qué tipo de estructuras de deudas se pueden esperar por parte del Estado.

(Grabación incompleta)... públicas en general tienen cierta información privilegiada.

En general los países son reticentes a hacer abuso de esa información privilegiada, por ejemplo, puedes llegar a saber, cual, si la autoridad monetaria va a procurar tener un cambio en su postura e inducir al aumento de intereses.

En general, tratan de no hacer ese uso de ese tipo de información, porque a la larga —digamos— empiezan a generar efectos perniciosos en términos de reputación, y en términos de la integridad del proceso de gestión de deuda pública.

Para terminar, vamos a tocar el tema sobre: ¿Qué se puede hacer para mejorar, tanto en mercados primarios, como secundarios de deuda pública?

Para mejorar los mercados primarios es elemento clave: ser predecible, por ejemplo, tener un calendario de subastas, y ese calendario de subastas es respetado por parte del sector de deuda pública.

Otra forma de mejorar la gestión del Estado, es tener el mercado primario, es tener mecanismos muy claros sobre: cuál es el mecanismo de subasta, cómo se colocan o cuál es el mecanismo de cierre, qué es lo que se hace cuando hay más colocaciones que las necesarias aun al precio de corte.

Una estrategia es para mejorar la liquidez, por ejemplo, en los mercados secundarios, es que la colocación de títulos, se distribuya a lo largo de la madurez de los títulos que se colocan, se distribuya en puntos claves de la curva de rendimientos.

Se está acabando el tiempo, si hay tiempo para pasar a la última.

Es necesario para fortalecer, digamos, los mercados secundarios y mercados primarios que la infraestructura, con la cual se gestionan estos mercados sea robusta y eficiente.

Y en términos de infraestructura, básicamente lo que apuntamos,, uno de los temas claves, son los mecanismos de pago y **deplend* de la gestión de deuda.

El señor .— Muchas gracias al doctor Mario Cortez, ahora vamos a escuchar los comentarios, en primer lugar, de el doctor Javier Abugattás, y después de Gonzalo Tamayo, tienen siete minutos cada uno para hacer uso de la palabra y sus comentarios respectivos. **(10)**

El señor ABUGATTAS.— Buenos días a todos.

Primeramente, agradecerles la oportunidad de estar aquí con ustedes y en los siete minutos que tenemos,

quisiera primero enfocar más del lado público, desde el lado peruano, creo que hoy el Presidente del Banco Central ya nos habló de esta relación posible entre deuda e inestabilidad y, entonces, ahí hay un tema que cuidar.

Y después, el Presidente de la Comisión del Congreso, el congresista Valencia-Dongo, nos ha explicado que sería muy interesante mirar hacia el futuro y ver cómo corregimos las cosas para no volver a acometer esos errores.

Así que yo voy a tratar de pasar muy rápidamente por algo, una mirada hacia el futuro, que se relaciona más bien como, cómo aprendemos hacer un buen uso del crédito externo y interno que tenemos, especialmente, en el lado público.

Lo que sí me gustaría, en el lado de la presentación, es que quizás hay elementos que vienen antes de todo este manejo ya, y la gestión propia de la deuda es: ¿por qué nos endeudamos?, ¿para qué nos endeudamos?, ¿cómo es el sistema que está antes de tomar una decisión de portafolio?

Creo que en el caso de Perú todavía tenemos mucho que hacer, tener muchísimo cuidado en el para qué nos endeudamos. Y antes del para qué, está, por supuesto, restricciones del tipo macro y toda la visión macroeconómica que nos dice dónde estamos y qué perspectiva tenemos para los próximos años, qué limitaciones hay, y entonces con esas limitaciones, ¿qué es lo que podemos y lo que no podemos hacer?

En lo público, por otro lado, está qué cosas son las funciones del Estado, en qué debe entrar el Estado y en qué no. Una vez que eso está decidido es si tenemos los recursos para hacer todo lo que quisiéramos; usualmente no tenemos los recursos. Y una vez que decimos que no tenemos los recursos, entonces tenemos que salir a buscar financiamiento.

Antes aun de salir a buscar financiamiento, otra vez yo creo que hay unas relaciones complejas con otro sistema del sector público mismo, de relaciones con la sociedad, para decidir si vale la pena o no tomar una deuda para hacer algo, y ese algo debería estar bien claro, ese algo debería ser, todos tenemos en la cabeza que nos endeudamos para inversiones. Ahora, eso no es cierto. Debería ser para inversiones, pero no sólo cualquier inversión, sino inversiones muy buenas, y si estamos hablando del sector público, inversiones que pongan la infraestructura necesaria para el desarrollo del país o que ayuden claramente a mover estructuras que están defectuosas.

Creo que ahí me gustaría regresar si es que hay tiempo, pero creo que ése es uno de los temas centrales: ¿para qué nos endeudamos? ¿qué debería haber antes de tomar una decisión de endeudamiento?, y después ya vendrían las estrategias de endeudamiento y todo un ciclo de endeudamiento que tendríamos que cuidar bastante.

El ciclo otra vez para mí empieza con una identificación clara de necesidades como país y de perspectivas de mediano y largo plazo que se ha mencionado aquí varias veces.

Creo que el Perú en todo caso, respecto a las reglas y a las propuestas, tenemos ya algunas estructuras, sistema de información de algunas cosas que nos pueden ayudar a partir desde puntos más concretos; entonces lo que habría que buscar es qué nos falta.

Por el lado de visión de mediano plazo, ahora digamos, mañana, pasado se debe publicar el marco macroeconómico multianual para los siguientes tres años y viene implícito proyecciones de deuda, y debería tener los contingentes y la deuda previsional, por ejemplo, y los otros contingentes que son toda la presión que tenemos de cosas que debemos y debe mostrar todas las que debemos.

Después de eso, por supuesto, están los límites, pero también están las necesidades: ¿Cómo conjugamos límites y necesidades? Creo que eso se tiene que expresar en dos cosas muy concretas. O sea, uno va a ser que en el presupuesto de los próximos años tener un programa de inversión pública clara y lo que dice nuestra actual Ley de Endeudamiento, deberíamos tener lo que se llama un Programa Anual de Concertaciones.

En un programa las leyes que van al Congreso una vez al año, no las tres grandes leyes si no se va a dar el marco económico hay una Ley de Endeudamiento, una Ley de Equilibrio y una Ley de Presupuesto.

Cuando uno envía esas leyes, cuando el Ejecutivo le envía al Congreso esas leyes, detrás de eso hay cosas muy importantes, está un Plan de Inversión y está lo que se llama el Plan Anual de Concertaciones.

Creo que debemos fijarnos más en si lo que está yendo en el Plan Anual es algo que vale la pena, si son proyectos viables, si vale la pena endeudarnos, si no hay otras opciones. Y toda esa discusión tiene que haberla hecho el Poder Ejecutivo antes de enviar esto, es decir, principalmente el Ministerio de Economía, en tratar de ver para qué nos endeudados. Todavía hay una discusión de qué tipo de endeudamiento, uno puede escoger muchas opciones: endeudamiento interno, externo; así que ahí tenemos ver el conjunto más que ver específicamente el externo.

Y después de todo ese proceso y después de que aprobemos que las condiciones macros están bien, que los techos presupuestales están bien y que todo lo demás está bien, tendríamos un monto por el cual sí ponemos un techo máximo al cual podemos endeudarnos, que está de acuerdo con un perfil de largo plazo de deuda, que está de acuerdo con capacidades reales, que está de acuerdo con la capacidad fiscal, que está de acuerdo con nuestras ideas de sector externo además.

Yo pregunto eso, ahí viene el proceso de búsqueda, que creo que sí requiere institucionalidad muy fuerte tanto en el proceso de búsqueda de nuevas operaciones que no lo hemos visto tanto —por eso me interesaba— como del manejo del portafolio y de los activos y pasivos existentes.

Yo creo que me voy a centrar en el otro lado, en la parte del proceso interno. Creo que en el proceso interno Perú ha perdido algunas cosas, a pesar de que está en la norma actual, por ejemplo, para endeudamiento externo, que es el Decreto Legislativo N.º 5 y en la Ley de Prudencia. No estamos haciendo búsquedas, por ejemplo, correctas cuando tenemos que endeudarnos para algo. Lo que habría que hacer realmente es buscar opciones, compararlas, que haya procedimientos muy claros de comparación y de evaluación, y de ahí tomar la decisión, y se tomen decisiones muy claramente registradas.

A partir de que uno toma la decisión, escoger un contrato, las cláusula de los contratos, el registro correcto de los contratos, eso hay que estar repitiendo, cosas que parecen que están pero hay que cuidarlas mucho.

El registro de los desembolsos y de los pagos, el registro del endeudado y todo esas cosas están bastante bien en el sistema peruano. Hay un sistema de registro ahora que permite claramente registrar todo y auditar todo, pero creo que usar más quizás la información disponible, acostumbrarnos a ese proceso de selección, a ese proceso correcto de registro y estar midiendo constantemente el impacto en el futuro servicio.

Esa medición de impacto continuo es, creo, cada año por lo menos y si es necesario antes. Volver a mostrar las previsiones, volver a mostrar las condiciones y quizá volver a revisar nuestro programa de inversiones para ver si las condiciones generales de financiamiento no afectan la viabilidad de un proyecto, por ejemplo. Creo que son cosas que hay que estar.

Es otro sistema, el sistema de inversión pública que ahora está todavía muy débil en el Perú, pero digo hay que reforzar todos esos sistemas y reforzar la capacidad institucionalidad principalmente en el Ministerio de Economía, donde hay varias cosas que reforzar en los dos lados, yo diría en Hacienda y en Economía, pero es también cómo el sector público capta y retiene personal adecuado en los puestos claves; ése es otro problema.

Bueno, hay una lista larguísima de temas. Pero creo que si podemos ver ese periodo antes de tomar una decisión de endeudamiento y después si la estrecha relación que tiene con las prioridades del sector público, con buena cartera de proyectos de inversión que no deberían generar mano de obra sino capacidades de país para competir y finalmente como todo eso se registra, yo creo que estamos, en cuanto a sistema, en sistema suficientemente bien, no es un problema de sistema. Ahora creo que es un sistema de uso y de procedimientos correctos en algunos de los tramos que hemos mencionado.

El señor .— Muchas gracias.

Ahora tenemos el comentario del doctor Gonzalo Tamayo.

El señor TAMAYO.— Primero, muchas gracias, al Congreso de la República y al Banco Central.

Voy a tratar de ser lo más breve posible y tal vez enfatizar mis comentarios más bien desde el lado privado, creo que Javier ya hizo una buena presentación de algunos temas de interés público.

Creo que estamos ante una situación tremendamente importante que cuando revisamos la exposición y revisamos el documento que ha presentado brevemente el doctor Cortez aquí. ¿Por qué? Porque la ventaja de ese documento es que permite entender claramente qué es deuda pública, enfatiza permanente deuda pública; y entendiendo deuda pública, deuda externa, deuda interna y todo el tema de pasivos contingentes.

De la misma manera que cualquiera de nosotros para evaluar nuestra posición de endeudamiento veríamos si tenemos sobregiro, tarjeta de crédito, crédito hipotecario, crédito de vehículos o si nos hemos atrasado en pagar nuestras cuentas mensuales a los proveedores de servidores públicos, todo es deuda ¿sí?

Entonces, desde ese punto de vista, la experiencia de los últimos años ha tenido bastante énfasis en la evolución y el comportamiento de la deuda externa, y de alguna manera el título de la reunión hoy día refleja esa sanción, pero creo que tenemos que mirar cada vez el tema de deuda de manera más integral. No hay ninguna diferencia entre deuda externa, deuda interna o pasivo de contingentes. Todo es deuda. ¿Por qué es deuda? Porque tiene que ser pagada en el futuro.

Y en esa línea creo que el documento, del cual realmente recomiendo la lectura del documento del fondo, desde el punto de vista de las labores del Congreso de la República puede servir como un perfecto manual en el rol fiscalizador que tiene el Congreso de la República en el manejo de la deuda externa; es decir, tiene un conjunto de elementos a partir de los cuales uno podría decir, hacer un *check list* y decir, bueno, ¿esto se cumple o no se cumple?, ¿esto eleva o no eleva? O mejor dicho, ¿la política de endeudamiento actual del gobierno eleva o disminuye el riesgo de la deuda pública?

¿Y por qué es importante que se aumente o se disminuya el riesgo de la deuda pública? Porque en la medida que aumente el riesgo de la deuda pública, todos somos más pobres. ¿Por qué? Porque el costo de financiamiento para el todo país, y obviamente hay una preocupación marcada: ¿qué pasa con las tasas de interés?, en la medida que suba el riesgo de la deuda pública, en la medida que suba el costo del financiamiento del país, las tasas de interés locales también van a reflejar ese comportamiento, y en esa medida todos vamos a ser más pobres.

Por lo tanto, creo que un uso práctico bastante activo de ese documento como una herramienta en el rol de fiscalización del Congreso puede ser muy útil.

Tal vez voy a hacer énfasis en algunos comentarios que tienen que ver con situaciones de corto plazo pero que son relevantes para los próximos años. Siendo consistente con lo que mencioné, creo que debemos tratar a la deuda interna y a la deuda externa exactamente igual, incluyendo el tema de los pasivos contingentes.

Tal vez durante los últimos meses ha sido notorio el regreso del Perú al mercado mundial de capitales a través de una colocación de bonos que tuvo un efecto neto de 500 millones de dólares; sin embargo, no debemos perder de vista que el año pasado se colocaron en el mercado doméstico alrededor de 350 millones de dólares en bonos en el mercado interno. Este año el programa contempla 500 millones, el equivalente de 500 millones de dólares adicionales en el mercado interno.

Y como estoy presuponiendo que el tema de deuda externa o deuda interna para propósitos prácticos es similar, **(11)** creo que es un tema que amerita formular algunas preguntas al doctor Cortez porque en estos casos, normalmente, los mecanismos de promoción, de desarrollo de mercado de capitales interno, bajo el cual se promulgan los esquemas de participación del mercado, de participación del Gobierno en el mercado interno, se sustentan en que es posible, a través de la participación del Estado desarrollar el mercado de capitales, el Estado es un emisor recurrente, son emisiones homogéneas.

Y, por lo tanto, puedo encontrar una curva de rendimiento a partir de la cual valorizar adecuadamente y abrir una nueva opción de mercado, a partir de la cual el propio Gobierno puede financiarse si, como sucede en América Latina, los capitales externos se retiran, así como sucede para los países emergentes,

las economías internacionales entran en crisis o hay fenómenos de riesgo-contagio, que hacen que cuando necesitemos capitales externos ellos no están y, por lo tanto, podemos mirar, de repente, mercados internos.

Y la otra pregunta es o el otro punto de vista de esa hipótesis es: ¿estoy desarrollando un mercado interno de capitales o lo que estoy haciendo es simplemente financiar más el déficit fiscal?

Entonces, Fujimori en su momento dijo: "No más de 20 mil millones de dólares de deuda externa". Lo que no dijo es que se iba a tirar las reservas, que es exactamente la misma figura. No más de 20 mil millones de deuda externa, pero desaparecí buena parte de mis ahorros acumulados. Y ahora, que hay poco por privatizar, surge el tema de desarrollo de mercados de capitales de deuda interna.

Entonces, creo que tenemos que tratar el tema de una manera integral. Y por lo tanto, hay una dificultad, y pediría la ayuda del doctor Cortez, de cómo encontrar el balance entre argumentos que nos dicen: ¿el Gobierno participa en el mercado de capitales para desarrollarlo o el Gobierno está financiando efectivamente un déficit fiscal?

El otro tema, y me viene a la luz la situación argentina, voy a tratar de ser rápido. Pero en Argentina, el crédito bancario al Gobierno era más o menos el 20% del total, un poquito más, pero supongamos que 20% del crédito del sistema bancario va al Estado. Los bancos tienen una relación deuda-patrimonio, usualmente, de 10 a 1; es decir, por cada uno de capital toman 10% de depósitos o casi, casi 10% de créditos. Y si el Estado toma ese 20% de esos créditos y el Estado dice: "no pago" y hace un *default*, lo que sucede con el sistema bancario en esa relación 1 a 10 no es que está quebrado una vez, sino está quebrado dos veces, por la relación del 20%. O sea, automáticamente una situación de *default* puede ser una razón suficiente para generar una crisis bancaria local, sin mencionar la posición que tomó el Estado argentino en relación a los fondos de los partícipes en las AFP. Al final, el 60% de los fondos de las AFP en Argentina estaban en papeles del Estado, con lo cual las propias pensiones corren riesgos.

Entonces, mi pregunta es: usualmente se consideran los papeles de gobierno riesgo cero, no tienen riesgo. Y lo que ha pasado en Argentina, ¿ameritaría una necesidad de una revisión de aspectos regulatorios de ese, efectivamente riesgo cero?

El otro tema es: el Perú es una economía dolarizada, 70% de los depósitos están en dólares a diferentes de liquidez, el gobierno tiene un programa de colocación de papeles en el mercado y el mercado de soles se le ha corrido, el mercado de soles a 2 y 3 años se le ha corrido. Y surgen posiciones de algunos demandantes de fondos si dicen: "bueno, no tomo soles a 2 y 3 años, pero sí puedo tomar dólares, papeles del Gobierno a corto plazo, entre 1 ó 2 y 3 años en dólares". Sabemos que las autoridades actuales del gobierno son conscientes de ese potencial evento. Pero, ¿cuál sería la opinión, doctor Cortez, en relación a que un país comience a emitir bonos soberanos en el mercado local denominados en moneda extranjera a 1 ó 2 y 3 años?

Lo otro es un tema regional. Sabemos que Argentina probablemente entre en una etapa de postergación de cualquier solución más o menos balanceada, el contexto latinoamericano está alterado también por la incertidumbre sobre el escenario político en Brasil, y probablemente se está enfrentado durante los próximos 6 ó 12 meses un escenario donde el costo del financiamiento para América Latina va a ser más caro. Y en ese contexto hay demandas locales que presionan para aumentar las decisiones de gasto, aumentar déficit fiscal y, por lo tanto, generar mayores necesidades de financiamiento. Y en ese sentido, sin tener necesariamente cifras a la mano del Perú, probablemente ésa sería una posible respuesta del señor Cortez, trataría de hacer una recomendación en términos generales, de cómo enfrentar una política de financiamiento para un país mediano de América Latina en un escenario internacional adverso.

A veces hasta nuestros políticos más brillantes dicen en este contexto: "estoy en desacuerdo con los bonos, pero no estoy en desacuerdo en que esos créditos concertados ya se utilicen para reactivar la economía" y en el fondo están cometiendo el error que mencioné: deuda es deuda, bonos internos, bonos externos o endeudamiento del gobierno.

Nada más.

El señor PRESIDENTE.— Muchas gracias, doctor Gonzalo Tamayo.

Para que el doctor Mariano Cortez responda las preguntas de nuestros comentaristas y también haga un comentario final. Tiene 7 minutos.

El señor CORTEZ.— Bueno, tal vez comience por hacer una reflexión.

La mejor gestión de deuda pública que uno puedan implantar no es un sustituto para cubrir políticas macroeconómicas inadecuadas. Eso creo que tiene que ser absolutamente claro. Si tienen desequilibrios macroeconómicos serios, desequilibrios fiscales o monetarios serios, la mejor gestión lo único que les puede hacer es comprarles tiempo. Pero al final, los problemas de desequilibrios macroeconómicos tienen que ser confrontados.

Respecto del comentario del señor Abugattás, sobre la necesidad de identificar proyectos viables y razonables, no podría estar más de acuerdo con eso. Esto obviamente es todo un proceso previo a la decisión de endeudarse, cómo endeudarse, qué forma de endeudarse, cómo gestionar el endeudamiento. Eso es una tarea previa, sobre la cual no podría estar más de acuerdo.

Tal vez, lo que sí quisiera resaltar es que no sé exactamente cómo está la situación hoy institucional de Perú en términos de gestión de deuda pública. Generalmente hay 3 grupos que miran cómo se organiza la gestión de la deuda pública: un *front office* organizado en tener las relaciones con el mercado, y es el encargado de gestionar la colocación de títulos públicos, de diseñar la estrategia de colocación; un *back office*, encargado de toda la parte de control, de registro. Pero cada vez se vuelve más evidente de la necesidad de tener lo que llaman los *middle office*. Los *middle office*, encargados de tomar una visión estratégica de la estructura de deuda de la sostenibilidad de deuda, un análisis sistemático sobre los riesgos inherentes en la estructura de deuda, mediante la utilización de herramientas más o menos sofisticadas de análisis de riesgo.

Esta parte se vuelve cada vez más relevante en la administración de deuda porque es la parte en la cual puede alertar sobre las consecuencias que podrían tener, decir si hace falta financiar tal proyecto. Pero la financiación de tal proyecto puede llevar a niveles de endeudamiento o asumir estructuras de deuda que van a tener repercusiones sumamente adversas si se llegasen a desarrollar escenarios no tan favorables como generalmente se hace un escenario base favorable y dentro de ese escenario base favorable los proyectos en general son todos muy rentables y muy lindos.

Tocando uno de los puntos que mencionó Gonzalo Tamayo, la gestión de deuda pública tiene que ser integrada. Las obligaciones son obligaciones del Estado apagar sea un tenedor doméstico o un tenedor de deuda externa. Lo mismo con los pasivos contingentes. Crear separaciones crear mecanismos de análisis y gestión estancos entre los diferentes componentes. Creemos que es un error cuando se habla de sostenibilidad de deuda, tiene que hablarse de sostenibilidad de toda la deuda, de todas las obligaciones del Estado, independientemente de con quien se tenga la obligación. Por es que no podría estar más de acuerdo con esa visión integral de los pasivos.

En términos de análisis, los efectos del deterioro, de la percepción de riesgos, mirados a través de lo que le pasa al **canti risk**, allí se vuelve complicado la separación entre aquellos deterioros que se producen por vía de contagio, por ser parte de un club de países en agentes y aquellos que son de fuente doméstica, deterioros de los fundamentos domésticos.

Cuando es claramente por deterioro de los fundamentos domésticos, es claro que la respuesta tiene que venir por el lado del fortalecimiento de la implementación de la política macroeconómica.

Ahora, también se mencionó el tema de si la colocación de deuda interna es simplemente para financiar gasto público o si tiene, o si se la disfraza, por abusar del término, de la necesidad de desarrollar mercados de capitales internos. Los mercados de capitales internos y externos a veces pueden ser complementarios, a veces pueden ser sustitutos. En situaciones extremas de crisis no son sustitutos porque la misma motivación que hace que se cierre un mercado externo, generalmente lleva también al cierre del mercado interno, siempre y cuando no se abuse del poder regulatorio y se creen mercados cautivos, que es un poco a lo que estaba apuntando cuando mencionó el caso de Argentina, y el caso de las AFJP, y se crean, claro, mercados cautivos. Ese mercado cautivo puede llegar a ser fuente de abuso.

Obviamente se reconoce que el Estado puede tener un rol favorable en el desarrollo de mercados de

capitales internos, siempre y cuando dentro de un contexto de una gestión macroeconómica razonable. Si es para financiar déficit que no tienen límites, obviamente, la única forma en la cual se va a convencer a los tenedores seguir tomando deuda pública, va a ser con pago, en promesas de pago cada vez intereses más altos, pero generalmente esa historia termina muy mal.

Pero si en cambio es para una razón muy razonable por parte de política fiscal, sí puede tener un rol favorable la cuestión de deuda pública, desde el punto de vista que primero se puede pensar que es de los activos de riesgo (12) menos riesgosos dentro de las emisiones domésticas.

Segundo, puede contribuir a la formación de (ininteligible) que sirvan como benchmark marca a partir del cual se puedan hacer el (ininteligible) de las colocaciones del sector privado.

Tercero, en términos del mercado secundario. Mediante una gestión entre el sector público mediante la gestión de los administradores de deuda pública y el Banco Central pueden llegar a inducir normas de adopción, de contratos, por ejemplo, para las operaciones de reportes que lleven a aumentar la liquidez de ese mercado y en general a atraer más liquidez al mercado de capitales domésticos.

Puede tener consecuencias favorables la colocación en el mercado doméstico siempre y cuando sean dentro de un contexto macroeconómico razonable.

Por último una reflexión otra vez sobre la posibilidad de emitir deuda doméstica en el mercado doméstico en dólares a plazos de dos o tres años. Bueno, depende del grado de tolerancia para riesgo que pueda tener el Estado y de la confiabilidad que se tiene sobre el régimen cambiario y se hace en regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo donde claramente los desequilibrios macroeconómicos indican serias dudas sobre la viabilidad de ese régimen cambiario, las consecuencias pueden ser catastróficas ¿no?

El señor PRESIDENTE.— Agradecemos la brillante exposición del doctor Mariano Cortez, asimismo como los comentarios de los doctores Javier Abugattás y del doctor Gonzalo Tamayo.

(Aplausos.)

Tendríamos un pequeño corte en este momento de 10 minutos; hay un café esperando.

—**Se suspende la sesión.**

—**Se reinicia la sesión.**

El señor PRESIDENTE.— Tenemos una parte que estará presidido por el congresista Ernesto Aranda Dextre y estamos invitando a los economistas Elmer Cuba, Enrique Cornejo, Oscar Ugarteche y Jorge Chávez.

Por favor a nuestros distinguidos asistentes si pudieran volver a la sala para poder reiniciar nuestra segunda jornada.

La Mesa que preside el congresista Ernesto Aranda Dextre quien presentará a los participantes.

El señor ARANDA DEXTRE (PP).— Correcto.

Ilustres señores participantes al Foro de la Deuda Externa, tengan ustedes muy buenos días.

Primeramente, para agradecer vuestra presencia en este evento tan importante que congrega a profesionales que nos ilustrarán sobre la experiencia peruana en el manejo de la deuda pública externa de la década del 90.

En tal sentido, resulta de suma importancia considerar las opiniones de investigadores y especialistas en este tema, en esta materia quienes nos brindarán una visión en conjunto que permitirá al gobierno establecer políticas de Estado en la materia, mecanismos de control y un sistema transparente de manejo de nuestra pública.

Tenemos, entre nosotros, los siguientes profesionales quienes tendrán 10 minutos cada uno para su exposición.

El señor Elmer Cuba, máster en Economía de la Universidad de Chile, economista de Macroconsult y docente de la Universidad del Pacífico.

Señor Enrique Cornejo, máster en negocios internacionales, administrador y asesor parlamentario.

Señor Oscar Ugarteche, máster en economía con mención en finanzas internacionales en la London Business School y asesor de la cuarta vicepresidencia del Congreso.

Señor Jorge Chávez Álvarez, doctor en la Universidad de Oxford, máster en política económica y Presidente del directorio de la Consultora Maximince.

Señores, son los profesionales que nos van a ilustrar en el tema propuesto y con ustedes el señor Elmer Cuba.

El señor CUBA.— Buenas tardes con todos ustedes, gracias al Congreso por la invitación.

Yo voy a hablar de un enfoque macroeconómico al problema de la deuda, es decir, no ya una vez que la deuda ya está dado y cómo manejarla en los mejores términos financieros y de riesgo, sino cómo ha ocurrido para que nosotros tengamos realmente este tamaño problema.

Perú es una de las economías más endeudadas de la región y ha tenido en los últimos 30 años varios escenarios de Difoll* tanto externo como internos ¿no? ¿y eso por qué ha ocurrido?

Nuestra historia desde el año 70 donde hay cifras oficiales, está plagada de episodios de aceleración y control del déficit fiscal. Virtualmente cada gobierno ha tenido un ciclo fiscal desde el año 70 ¿no? dos, tres años de expansión fiscal o control de tributos.

El déficit fiscal ha llegado a niveles de 10%, tres veces en los últimos 30 años; hacia el año 75, hacia el año 85 y hacia el año 90. Son déficit fiscales de cerca de 10 puntos el producto que nos escandalizarían ¿no?

Y muchos de esos gobiernos, efectivamente, a principio gastaban o controlaban ingresos y al final nunca hemos tenido cero déficit fiscal en los 30 años. La deuda se ha seguido acumulando permanentemente, a veces a tasas crecientes, a veces a tasas decreciente, pero siempre ha crecido.

Cuando está controlado el déficit fiscal ha sido cuando no se podía pagar, es decir, escenarios de facto, no puedo pagar y el déficit cae sólido, digamos. Incluso, hasta el último régimen de Fujimori en el cual era tan precaria la situación fiscal que cualquiera que hubiese sido el gobierno ese año hubiese tenido que tener en la práctica cero déficit que no haya manera de financiar el déficit fiscal porque Perú era un país inelegible en el mercado internacional de capitales. Nadie nos daba un dólar y tampoco en el mercado doméstico, veníamos de una hiper inflación, veníamos ya esquilado a gran parte de la población.

La otra cara del déficit fiscal que es la deuda creció mucho desde los 70 hasta llegar a niveles de 40% el año 77, justamente el primer escenario donde ya el Perú no pudo pagar. De ahí nunca más pudimos estar bien en los 80, en los 90 tampoco y finalmente a fines de los 90 la deuda ya se arregló el tema con el Club de París, se hizo el Plan Brady y se arregló con los organismos multilaterales.

Pero la deuda peruana se estabilizó en un nivel muy alto, se estabilizó a niveles entre 35, 38% del producto. A partir de ahí uno puede hacer ejercicio de sostenibilidad fiscal, es decir, cuánto es el déficit fiscal máximo permisible, dado que Perú va a crecer algo en el cual estabilizamos el ratio de deuda, pero ese ejercicio es un poco ingenuo porque es tan alto el nivel de deuda. Inclusive manteniendo ese nivel, ese ratio de deuda producto, deuda ingresos, puede que tengamos escenarios de Difoll* como lo hemos tenido en el pasado.

Acá urge bajar el nivel de endeudamiento, quizás a nivel de 20%, eso es un tema abierto, pero pienso que el nivel de 40 ya nosotros mismos en el pasado hemos dado evidencia que no hemos podido pagar.

Estamos en una región altamente endeudada. De los 7 países más grandes de la región los que salvan, digamos, son Chile y México que son los dos países con grado de inversión, no tienen problemas fiscales a la vista como los demás.

Y de los otros 4 países grandes: Brasil, Argentina, Colombia y Perú, los 4 compartimos niveles de deuda. Esto es rápidamente lo que les dije ¿no?

El gobierno de Velasco arranca con un déficit fiscal de 2% y se va en pocos años, en dos, tres años a déficit de 10 puntos en el producto. Acá no se podía pagar vienen ajustes importantes.

El siguiente gobierno el de Acción Popular igual se va hasta el techo, quebrando récord histórico de 10% de déficit fiscal hacia el año 83, luego viene el ajuste.

El tercer gobierno de Alan García, de nuevo, la misma historia, partida rápida y luego parada violenta para poder ajustar la economía. Esta es la historia de nuestras desgracias económicas, esto aterra a cualquier analista serio de la economía peruana.

Estos violentos ajustes fiscales no son otra cosa que bajar violentamente los gastos corrientes, la inversión pública, desaparecen la gasa de los hospitales, las tizas de los colegios, las balas de las comisarías. Ustedes recordarán cuando teníamos que ir con papel para hacer una denuncia, es dramático realmente estos episodios de ajuste fiscal y nunca hemos tenido 0 déficit.

Este gobierno que entró acá no podía seguir financiando. Como hemos tenido déficit tanto tiempo permanente la deuda era enorme y no se podía pagar, entonces cualquiera que hubiese gobernado aquí desde Vargas Llosa hasta Abimael Guzmán el año 90 hubiese tenido necesariamente que tener un manejo de este tipo.

Pero nos engañamos porque pensamos que este gobierno era responsable fiscalmente y al final no lo era, porque cuando el financiamiento apareció, cuando nuevamente Perú tenía reservas o podía financiarse en el mercado internacional de deuda, nuevamente comenzamos a usar el financiamiento interno y externo, dejando al país con cifras de 3 puntos de producto, este es el ratio de deuda pública PBI.

Yo les decía como llegamos a estos niveles y toda esta historia es historia del no pago o problemas de deuda. Acá que nos hemos arreglado, nos hemos estabilizado muy arriba.

Lo que le contaba. Perú con este club peligroso, Argentina ya entró en Difoll*, Colombia ha sido rebajado del grado de inversión, Brasil tuvo un problema en el 99 tiene que tener superávit primario de 3% todos los años en la próxima década y aún así tiene problemas.

Hoy en día tiene un riesgo país de mil puntos, entonces este Club no es muy bueno y Perú sí es un país altamente endeudado viéndolo por este lado, viéndolo por el lado de recaudación, perdón, viéndolo contra recaudación que en realidad es más lógico porque uno paga la deuda pública con impuestos y así, la situación no es para quedarnos contentos.

¿Cuál ha sido el manejo de la deuda? Bueno, básicamente tenemos 4 grupos de acreedores, organismos internacionales, Club de París, este banco comercial que después se convirtió en Brady y otros. Lo interesante es cómo ha crecido la deuda.

Acá en cinco años creció, casi se duplicó la deuda en millones de dólares corrientes. **(13)** Acá siguió creciendo en los 90 cerca de 20 mil, acá creció por moras y todo el problema previo al ajuste del Club de París y del Plan Brady y nuevamente la bajamos a 19 mil el año 2000.

La composición básicamente no ha variado desde el año 80. Bueno, en realidad lo que se han aumentado su peso, hay que decirlo, son los organismos multilaterales que han aumentado su peso en toda la historia reciente 30% del total de deuda.

El Club de París también ha aumentado, los que han caído son los bancos comerciales que acá estos 33% se convirtieron en 19 en cinco años, por el tema de Brady, y otros también han venido bajando.

La mayor parte de la discusión de los temas de corrupción, etcétera, discutibles, que yo no voy a hablar porque no sé y sobre lo que no se sabe mejor no se habla, estarían acá en el tema potencialmente en estos últimos tres.

El gran problema es que esta historia no ha terminado, porque al estabilizarse la deuda en niveles muy altos esta es la presión que hay que tener de servicios como porcentajes del ingreso corriente, 29% es el servicio de deuda como porcentaje de los recursos tributarios. Es decir, estos son hoy en día cerca de 2 mil 400 millones de dólares que necesitamos solamente el año 2002 para poder tapar el hueco fiscal y pagar las amortizaciones.

Es una cifra enorme, dado que los ingresos tributarios apenas están en el orden de 8 mil millones y esto es creciente, y este ratio es el que se calcula de diciembre del año pasado hacia el futuro; o sea, ya es la deuda contraída que va a vencer en los próximos años. O sea implícitamente tiene cero déficit fiscal este año, el próximo y el próximo y para el infinito. O sea, ya el infinito incluso con cero déficit fiscal ya enfrentamos un problema mayúsculo hacia el año 2005, un año antes de las elecciones, donde Perú va a tener que hacer acá una cosa muy arriesgada de buscar financiamiento en el mercado interno y externo en un año en el cual vamos a ver qué está pasando.

Pero es más grave la cosa, porque el déficit fiscal no va a crecer este año ni va a crecer el próximo. Entonces, este perfil se comienza a complicar.

Y no solamente eso, los plazos se están acortando, antes se emitía a tres años, ahora en un año en soles. Estoy seguro que si el mercado doméstico pide que emitan en dólares a un año también vamos a terminar haciendo eso, porque hoy en día el problema fiscal se viene con fuerza.

Para terminar esta breve presentación de diez minutos las conclusiones.

Primero, vemos en los últimos treinta años, hemos tenido una política fiscal procíclica e insostenible. Y procíclica no era que los ingresos se caían por un choque externo y nosotros respondíamos ajustando el gasto, sino era que nosotros mismos generábamos el ciclo económico. O sea, si uno limpia el déficit fiscal de los efectos exógenos, tiene un perfil muy parecido al déficit fiscal, o sea, eran déficit fiscal hechos en casa, hechos entre el Ministerio de Economía y Hacienda y el gobernante. Todos han sido déficit fiscales hechos en casa, no han respondido a choques exógenos, hemos calculado el déficit macroeconómicamente ajustado y el verdadero.

Entonces en el tema hay que tomar conciencia que el Estado está altamente endeudado. Estamos al lado de vecinos que ya han tenido problemas enormes, no sé por qué el mercado todavía nos está cotizando abajo la deuda ¿no?

Segundo, el mejor control de la deuda pública es bajando los déficit fiscales, pero ya tiene una herencia enorme. Y casi para terminar, transparencia y rendición de cuentas.

Finalmente, debemos reconstruir nuestra política macroeconómica Perú no ha sido sostenible fiscalmente ni ha sido anticíclico. ...(Vacío en la grabación)... genera un superávit permanente de 1%, y cuando los ingresos tributarios caen de manera transitoria el gasto no se mueve. De esa manera hace las veces de un estabilizador automático.

Nosotros no podemos hacer eso y lamentablemente ahora en los últimos años hemos reaccionado así de manera procíclica. Entonces, debemos reconstruir nuestro sistema macroeconómico de estabilización haciendo primero sostenibles, que no lo somos; y dos, una vez que ya seamos sostenibles, poder hacer políticas anticíclicas fiscales.

Monetarias no voy a hablar, pero la reflexión es que tengamos cuidado los gobernantes que a veces nos destruyen las políticas macroeconómicas que un país puede tener para enfrentar los choques en una región altamente volátil.

Gracias.

El señor PRESENTADOR.— Enseguida, el señor Enrique Cornejo expone diez minutos. Con ustedes el

señor Cornejo.

El señor CORNEJO.— Buenas tardes. Muchas gracias por la invitación.

El tema de esta mesa es la experiencia peruana en el manejo de la deuda pública en la última década. Pero, efectivamente, todos los que hemos escuchado las exposiciones anteriores nos lleva a algunas reflexiones de cómo está la deuda en estos momentos y qué perspectiva hay con respecto a ello.

Yo creo que en los años 70 aprovechando una coyuntura internacional favorable a la captación de recursos externos, en ese momento en condiciones bastante adecuadas, el Perú y otros países de América Latina optó por un esquema de financiamiento externo básicamente vía deuda.

Esa deuda fue finalmente a proyectos que muchos no estuvieron bien evaluados, que no había un análisis costo-beneficio adecuado, que no había un buen balance en esto de divisas. Y, en consecuencia, en los 80 ambos gobiernos efectivamente democráticos tuvieron que afrontar la dificultad de ese pago de diversas formas.

En los 90 ocurrió otro contexto y allí evidentemente todavía seguíamos con el problema que venía de los 80 y ese pago de deuda no realizado, se hizo un esfuerzo de reestructuración de deuda y se apostó aprovechando otro escenario internacional a un financiamiento nuevamente externo, básicamente por captación de inversión directa para privatización.

Ahora, en la primera década de este nuevo siglo, por lo que vemos, se está apostando nuevamente a un esquema de endeudamiento externo, pero esta vez vía la emisión de bonos.

La primera reflexión que quiero plantear entonces es, por lo que hemos visto en nuestra propia experiencia, seguir apostando a un financiamiento externo como la base fundamental de un crecimiento sano, no parece lo más aconsejable. Y esto supone discutir lo que implican las brechas tanto de divisas como la de financiamiento interno, que siguen siendo estructuralmente las dos razones por las cuales seguimos en este esquema de mirar afuera para financiar el proceso de crecimiento.

Creo también que, como dijo el señor Cortez en su exposición, uno de los elementos que debemos buscar en lo poco de nuevo endeudamiento que pueda generarse en este contexto es ver ese endeudamiento con perspectivas de mediano y largo plazo en la gestión de la deuda. Y esto es lo que creo que no ha habido y lamentablemente creo que tampoco hay.

El último ejemplo de la emisión de bonos soberanos a nivel internacional, creo que nos da una idea de qué es lo que está pasando en esta falta de percepción de lo que significa deuda con un escenario de mediano y largo plazo evaluado.

Es cierto que la emisión fue exitosa en términos de la captación de esos recursos por mil 430 millones de dólares. Pero es cierto, también, que el análisis de valor presente de esa emisión —como está demostrado en varios estudios— da un saldo negativo.

Ante la pregunta, entonces, para qué nos endeudamos si el valor presente de esa emisión es negativo. Preguntado el ministro sobre ese tema, el ministro nos contestó que la razón por la cual el Perú había hecho esta emisión es porque era un buen elemento de imagen para el país.

Preguntado el ministro acerca de cómo se iban a pagar esos mil 430 millones el año 2012, la respuesta fue casi textual: los países cuando tienen ese problema emiten nuevamente bonos y en el gobierno que ocurra esto, pues, tendrá que haber una nueva emisión.

En el cálculo de valor presente que el gobierno presentó en este tema de la emisión de bonos soberanos, no estaba el monto necesario para repagar el principal el año 2012 y por eso salía positivo. Han habido cálculos del lado privado y de propias instituciones públicas, tengo entendido uno de este banco que demuestran precisamente este problema.

Entonces, la perspectiva de mediano y largo plazo en el análisis de la gestión de deuda pública sigue siendo un problema, porque no se está considerando.

El otro problema que nos deja la década del 90 y en general el manejo de la deuda en todas las décadas donde se ha generado deuda, es la poca transparencia con la que se maneja este tema. La prueba de esto más evidente es que el coorganizador de este evento, junto con el Banco Central, es una comisión de investigación de la deuda externa del Congreso de la República. Y no solo hay una, hay varias, y Óscar nos comentará seguramente en su participación lo que está haciendo otra comisión en este tema, lo que quiere decir que este ha sido un tema poco transparente. Y lamentablemente por la forma como se hizo la emisión de bonos en enero, debo decir que sigue siendo poco transparente, porque no es posible que se haga una emisión de bonos con criterios muy (entre comillas) "secretos" y definitivamente con procedimientos que dejan mucho que desear.

Entonces el tema de la rendición de cuentas que también se nos mencionaba en las exposiciones anteriores, aquí, como que está también poco desarrollado.

Recordemos solamente que en la década del 90 perdimos una opción importante, porque son importantes cualquier ahorro de recursos que podamos hacer, y no pudimos ser partícipes de los beneficios que algunos gobiernos acreedores daban en el marco de jubileo 2000. Y no pudimos ser partícipes, porque por muchos años se nos dijo que el PBI de nuestro país era más de 65 mil o 70 mil millones de dólares, después descubrimos que era 55 mil. Y como teníamos esas estadísticas y un PBI per cápita tan alto, no calificábamos como un país que pudiera participar en esta condonación de deuda que algunos acreedores hicieron a propuesta del Papa Juan Pablo II. Sin embargo, Bolivia sí participó en ese esquema porque sus cuentas eran más claras.

El tema de la transparencia entonces sigue siendo un tema que hay que ver cómo lo manejamos. Quizás, como se dijo en alguno de los planteamientos aquí realizados, creando un sistema de auditoría independiente al propio Congreso que tiene su tarea y a la Contraloría General de la República, que estimo, por más esfuerzo que haga, no tiene la capacidad técnica para poder hacer una evaluación que requiere tanta especialidad.

La mejor demostración de eso, es que cuando la Contraloría ha hecho los estudios correspondiente a la emisión de Bonos Brady anterior, ese estudio dejó mucho que desear. Y entiendo que el propio ex contralor, que estuvo en esa época está siendo cuestionado por aquello.

El otro elemento que me parece importante es el manejo o el uso de los recursos de financiamiento externo que se han utilizado. Y aquí concuerdo plenamente con lo que mencionó Javier Abugattás hace un momento, en el sentido de que lo poco que se pueda hacer de inversión pública teniendo en cuenta el marco fiscal tan restringido se hace mal.

Nosotros hicimos una propuesta y ya que lo mencionó el señor Tamayo lo voy a precisar ahora en mi intervención. Efectivamente, de utilizar de una manera más adecuada 2 mil 200 millones de dólares de préstamos concesionales que hoy existen en stock y que no están siendo utilizados, sino una pequeñísima parte.

Esos 2 mil 200 millones de dólares en su mayor parte están ya con proyectos y con estudios de factibilidad terminados o definitivos, todos tienen que ver con obras de infraestructura, todos tienen que ver con un análisis costo-beneficio ya realizados en forma descentralizada a programas sociales.

El tema es que requieren una contrapartida de 20 ó 25% en moneda nacional en el Presupuesto de la República. Por supuesto que viendo los cuadros que nos ha mostrado Elmer, parecería indicar que la mejor respuesta es no los usemos porque no tenemos contrapartida, y si usamos la contrapartida vamos a complicar más el tema.

Pero yo quiero llamar la atención sobre el hecho que la autorización de endeudamiento que hoy existe por el Congreso de la República en una Ley de la República permite, efectivamente, una emisión de bonos internos y emisión de bonos soberanos. Y esa emisión, hoy, se está utilizando exclusivamente para cubrir el déficit fiscal.

Entonces, desde nuestro punto de vista creo que habría que hacer un esfuerzo de reflexión para que dentro del criterio responsable con el que se deba manejar un monto de emisión, una parte de esa emisión vaya priorizadamente a cubrir contrapartidas que no son ni siquiera el 25%, porque parte de ese 25% regresa a

la caja, vía el 18% del IGV, que todos estos proyectos tienen que pagar.

De manera que el efecto neto en la caja es 7% de aporte por un 65 ó 70% de financiamiento a 30 años al uno o dos o tres por ciento de interés, versus financiamientos a muchos menos plazo y al ocho o nueve por ciento de interés que son los que podríamos obtener en organismos multilaterales, como el propio Banco Mundial. (14)

Entonces, creo que el análisis de eficiencia de costo-beneficio de la inversión pública financiada de esta manera también deja mucho que desear y aquí es necesario, creo, también realizar aportes para poder buscar fórmulas responsables, pero que permitan que ese recurso pueda ser utilizado adecuadamente.

Y, finalmente, creo que la situación de la deuda, tal como se ha planteado, nos deja muy poco margen de maniobra para operar en la estructura de presupuesto, que, como ustedes saben, es más o menos de 10 mil millones de dólares o alrededor de 10 mil millones de dólares: 6 mil 400 millones son gasto corriente, poco más de mil millones es gasto de inversión y queda alrededor de 2 mil 500, 2 mil 600 millones de dólares de pago de deuda externa e interna. Esto evidentemente, un 20 ó 25% del gasto total, es un monto muy alto y que deja definitivamente poco margen de maniobra.

Pero como se ha mostrado en la gráfica anterior, la estructura de la deuda también ha variado y hoy tenemos en términos de renegociación muy poco margen. Definitivamente buena parte está con los organismos multilaterales y sólo tenemos un pequeño margen de negociación en la parte no reestructurada del Club de París, que en su mayor parte tiene que ver con la deuda con el gobierno japonés, que por razones que no son económicas parece que no se están tratando mucho en estos últimos tiempos.

Entonces, creo que el tema es bastante importante para discutirlo. Conuerdo con lo que se mencionó aquí, que hay que mirar no solamente el tema de deuda externa, sino también el tema de deuda interna.

Hay un tema de deuda provisional muy complicado. Tanto la 20530 como la 19990 son sistemas de pensiones que no están financiados, en ambos casos, entre el 65 y el 75% de lo que se paga corresponde a un subsidio directo que está haciendo el Estado, porque las pensiones o los aportes, mejor dicho, que se hicieron no cubren ni siquiera esa exigua pensión que hoy se está pagando. Este es un tema bien delicado que hay que revisarlo con responsabilidad y que definitivamente nos lleva también a reflexión.

Y, finalmente, creo que ad portas de un proceso de regionalización y de gobiernos municipales sí creo y concuerdo que hay que manejar muy responsablemente los recursos que estos futuros gobiernos regionales vayan a sostener. Y creo sí que debe siempre por un buen tiempo la política y endeudamiento externo manejarse con un criterio centralizado, con la Ley de Endeudamiento del Congreso marcando la pauta y los gobiernos regionales dentro de ese contexto, porque, de lo contrario, sí podríamos crear una situación que sería desde mi punto de vista bastante irresponsable.

Muchas gracias.

El señor PRESENTADOR.— Muy agradecido.

Toca al señor Oscar Ugarteche. Con ustedes el señor Oscar Ugarteche.

El señor UGARTECHE.— Gracias.

Yo creo que lo bueno (ininteligible), entonces no voy a hablar de deuda.

Lo primero es que si queremos tener país, lo cual no me queda claro, pero si los peruanos quisiéramos tener un país con futuro donde la gente no migre y donde la gente pueda pensar en su vejez, y donde la gente pueda pensar en sus inversiones, hay que pensar, en primer lugar, en que hay que triplicar las exportaciones y aumentar el ahorro interno, esto lo dije hace 25 años en un libro que se llama (ininteligible); es más, en el anterior, en el chiquitito del año 80.

Evidentemente no pasó eso, pero lo que es peor, procedimos a un proceso de endeudamiento que siguió lo que se pudo en la década del 80, que no fue de gran cosa. No es que el Perú fuera a declarar una cosa o la

otra, los flujos de capitales se volvieron negativos para América Latina el año 86 y se acabó.

Y luego vino el año 93 y el Perú debe haber entrado al Plan Brady y no entró. Como todos saben, el Perú entró al Plan Brady el año 97, la pregunta es ¿por qué?, es la pregunta que esperamos que la Comisión de Deuda Externa del congresista Valencia nos conteste.

De lo que sabemos, de la información que sabemos es porque no habían recursos, pero también sabemos que había en los depósitos intangibles aquí en el banco de las empresas que habían pagado sus deudas externas, en el banco habían como 500 millones. También sabemos que habían recursos del Banco Mundial para esto y los usan.

Y también sabemos que el gobierno peruano, a través de su Ministro de Economía, anunció que haría un esquema grande de canjes de deuda por inversión, lo cual era mentira, existieron 300 millones de deuda de canje de deuda por inversión. Y también sabemos que a efectos del anuncio en Hamburgo los precios subieron de 27% a 70 y ahí el Perú comenzó a recomprar, y una vez que recompró hizo su Plan Brady.

Como dije, el año 97 me olió a gato a encerrado, así es que el congresista Valencia nos va a contar en qué consiste el gato encerrado, estamos esperando su informe final, pero eso fue un gato encerrado, ahí hubo inside of trading de todas maneras, de todas formas un inside of trading.

Ahora bien, entonces con eso se perdió la ocasión de haber reducido el saldo de la deuda privada, que estaba en 8 mil millones, a un nivel pues razonable. Pudimos haber hecho un Brady como el de Costa Rica, pudimos haber hecho un Brady como cualquiera de los Brady de la época, pero no, nosotros hicimos un Brady tardío y costoso.

Bien, ¿dónde estamos ahora? Estamos en un sistema financiero internacional rígido, las deudas con los organismos multilaterales no se refinancian ni se reestructuran, las deudas en bonos tampoco; o sea, si tú quieres reestructurar deuda en bonos emites bonos y lo que dijo finalmente Kuczynski en brevísimas palabras fue que había hecho lo que había hecho porque habían dificultades de caja, me parece que fue lo que dijo, y todos nos quedamos mirando ¿qué quiere decir por dificultades de caja?

Si queremos tener país y si ustedes quieren que sus hijos tengan el mismo país un poco mejor que el de sus padres, o nos tomamos en serio el manejo del Estado o vámonos a vivir a Estados Unidos o a Europa, yo te sugiero a Europa, pero vayámonos a vivir a otro lado, porque tú no puedes sostener un Estado cuando tú no respetas los principios del manejo básico de la economía.

Hay una Ley de Endeudamiento que permite que de un porrazo el Ministerio de Economía emita el 20% del presupuesto nacional en deuda y agarrado de eso Kuczynski emitió 2 mil 500 millones de dólares, usted se puede imaginar, 20% del presupuesto que es autorizado así y los padres de la patria ni cuenta. Pero además hay otro ni cuenta, que es las disposiciones transitorias, esas son todavía más ni cuenta.

El año 96 se pasó una quinta disposición transitoria, la Ley de Endeudamiento, que decía que se podía usar recursos de la privatización para el pago de la deuda y la evidencia que tenemos hasta ahora no se usó, se usó recién a partir del segundo semestre del año 98. Yo no sé si esto es el Tesoro Público haciéndole el servicio a Camet o si es verdad, vaya uno a saber, pero cuando uno investiga corrupción la mentira es como la regla.

Pero lo que sí es cierto es que el Perú pagó 2 mil y tantos millones de dólares de plata de la privatización para el servicio de la deuda, y lo que también es cierto es que se usó todo el dinero de la privatización, todo, entero, completo.

Y lo que también es cierto es que Joy Way sacó su tajada, Camet sacó su tajada, Montesinos sacó su tajada, todo eso es cierto y quién miraba. Eso a mí me asusta, porque no puede ser, ¿no es cierto?, 9 mil 500 millones de dólares ¿y nadie miraba?

Está bien que el régimen fuera autoritario, ya, de acuerdo, pero nadie miraba, el Fondo Monetario no miraba, nadie se daba cuenta que tenía desbalances, y no desbalances, desbalances, 3 punto el PBI es desbalance; entonces, claro, tú dices ¿no hay endeudamiento externo creciente en la década del 90? No, pues, si le inyectaste a la economía peruana 9 mil 500 millones de dólares no hay pues, qué va haber.

¿Pero dónde estábamos nosotros los peruanos mientras eso pasaba?

Entonces, yo creo que honradamente el tema de la deuda a mí ya dejó de preocuparme porque, miren, si no aumentamos el ahorro interno y queremos tener una tasa de inversión, bueno, pues, endeudamiento externo.

Lo que comienza a preocuparme es que el sistema internacional no está preparado para esta rigidez, y lo otro que comienza a preocuparme es que los lados de corrupción que ya se detectaban en 1850 en el uso del crédito internacional en el Perú, digo el Perú por lo que he estudiado. Cuando compramos unos barcos de guerra fluviales a la mariana americana y los trajimos al remolque de velero por el Estrecho de Magallanes, ¿ustedes se pueden imaginar lo que llegó aquí? Dos barcos de río traídos por el Estrecho de Magallanes cuando llegaron al Callao se hundieron, el Mantaro y el Pachitea en la versión anterior.

El tema de la corrupción en el crédito es un tema viejísimo, pero ya, pues, miremos cómo se usan los créditos, facilísimo. Pero el punto no es cómo usas el crédito, sino por qué tienes una tasa de ahorro interno tan baja, y por qué no sube y por qué les damos toda clase de exoneraciones a los inversionistas que finalmente no invierten.

Ustedes sabían, por ejemplo, que la expansión del tendido eléctrico de Lima viene de la plata de Fonavi que finalmente el Ministerio de Economía no cobró. Hemos hecho una denuncia hace tres semanas, le regalamos 100 millones de dólares de plata de Fonavi a 2 empresas grandes de electricidad y con eso se hizo la expansión eléctrica; o sea, ya, pues, si el sector privado va a hacer lo que va a hacer que lo haga, pero no puede ser que la evidencia muestre que en la década del 90 la inversión pública subió y el Consumo público también subió, porque entonces el modelo se supone que es al revés, digo.

Gracias.

El señor PRESENTADOR.— Finalizando la ronda de exposiciones, tenemos al señor Jorge Chávez Álvarez.

El señor CHÁVEZ ÁLVAREZ.— Muchas gracias, señor congresista.

Quiero aprovechar la ocasión para agradecer al Banco Central de Reserva y al Congreso de la República por esta invitación, y también felicitar a la Comisión de Investigación de la Deuda externa, a la que tuve el honor de asesorar en su etapa organizativa de arranque y que veo que al estar coorganizando este evento está dando muestras de que en el Congreso no solamente nos dan malas sorpresas, como las que vemos cada semana, sino que también hay cosas que se pueden reconocer y alabar.

Quisiera hacer una reflexión primero general. Creo que el Perú ha vivido tres décadas, los 70, los 80 y los 90, los 70 en la que nos agarró una oferta, un mercado de eurodólares en ebullición y por primera vez en mucho tiempo América Latina tuvo crédito en la banca privada, hubo un sobreendeudamiento en el gobierno militar y en partes la fuente fue crédito privado. Después pasamos a los 80, la denominada década perdida, en la cual la economía no creció, se estancó y en la cual también tuvimos políticas con relación a la deuda externa sumamente negativas, que nos llevaron al final de la década de los 80 a una situación de prácticamente aislamiento internacional.

Eramos un país que había sido considerado, o sea, nuestra capacidad crediticia como deuda deteriorada, se nos había cortado todas las líneas de crédito, no teníamos crédito para nuestros bancos, no había crédito del Fondo Monetario, del Banco Mundial, del BID. Y así es que a los inicios de los 90, justamente en momentos en que me corresponde asumir la Presidencia del Banco Central de Reserva, se inicia un proceso de reinserción del país en la Comunidad Internacional, proceso en el cual, por lo menos en su primera etapa, el Banco Central cumplió un rol gravitante en el diseño de la estrategia general, en las negociaciones iniciales con el Fondo Monetario, el Banco Mundial y el BID, habiéndose trazado en esas negociaciones la estrategia de arreglo secuencial de la deuda externa del Perú. (15)

Creo yo que en un balance de todo este proceso, el saldo en términos globales es positivo para el país. Positivo, sobretudo en lo que fue las negociaciones con el Fondo Monetario, Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo.

No podría decir lo mismo con relación a las negociaciones con la banca privada, por cuanto como lo ha señalado Óscar y yo comparto esa opinión, faltó transparencia en este proceso de negociación.

Es cierto de que mientras se está realizando el proceso hay que guardar hermetismo, hay razones técnicas evidentes para evitar que hayan especulaciones en el mercado, pero una vez cerrado el proceso tuvo que haber información muy clara, muy transparente y esa información no se dio, particularmente, hay dudas sobre cómo se realizó el proceso de recompra por parte del Perú con la cual se hizo un repago de parte de esta deuda.

Y por otro lado, también creo de que en estos años hubo una simetría, por cuanto, si bien internacionalmente consideraron que el Perú volvía al redil, el Estado peruano sigue sin honrar muchas deudas internas. O sea, hay acreedores internos como el caso de la deuda agraria, por ejemplo, la de la Reforma Agraria, y esto es un sesgo que en realidad, no permite por lo menos a mis ojos y yo creo que visto en una forma global, la calidad crediticia del país sigue a mi criterio siendo una calidad pobre por razones de que no honra de la misma forma a sus acreedores internos que sus acreedores externos.

¿Qué lecciones podemos nosotros extraer de toda esta experiencia?

Una primera lección es que no hemos tenido objetivos claros en lo que es la administración de la deuda externa. En un balance, si bien el proceso de renegociación decía que es positivo en la mayor parte de esos aspectos, en lo que es endeudamiento externo salvo lo que es la deuda que se adquiere con los organismos internacionales, justamente para poder viabilizar todo el proceso, hubo un gran margen de endeudamiento que ha estado sujeto a falta de transparencia y particularmente, créditos.

Si nos hemos endeudado entre el año 1990 y el año 2000 alrededor de 13 mil 300 millones de dólares, un 39% de libre disponibilidad hay margen ahí para dudas y también hay 240 millones de dólares que representan solamente 1,8% del total del endeudamiento de esta época, que es endeudamiento para la defensa que por lo menos un 50% iba a parar a bolsillos de personas vinculadas en negocios, aparte de lo que es el uso de los fondos de la privatización.

Entonces, falta de objetivos en la Dirección General de Crédito Público en todo este proceso de renegociación, ni siquiera tenía los registros, no sabíamos cuál era la deuda, cuáles eran la mora, los intereses. Lo cual puso en desventaja al Perú frente a las partes que se sentaban con nosotros a negociar, por cuanto si no teníamos nosotros la información se tuvo que encargar a J.P Morgan para que siga esta labor que de por sí estaba al otro lado de la Mesa, hubiese sido preferible poner una institución, quizá, más neutral para que no quepan dudas.

Probablemente, lo haya hecho bien; probablemente lo haya hecho sin sesgos, no lo sabemos. El tema está en que toda esta información y el proceso de sinceramiento de la deuda no se conoce exactamente cómo se hizo para el común de los peruanos.

Existe un desincentivo en el país a cumplir con los pagos de la deuda externa. El desincentivo es institucional pero también es político. O sea, en el Perú cuando hablamos de problema de la deuda, en realidad, la mayor parte de los peruanos y hoy día un 99% de los peruanos piensa de por qué pagamos la deuda externa y por qué es que no pagamos la deuda social. Ese es un poco el criterio que prima en el Congreso, el criterio que prima en las protestas de las provincias; hay que dejar de pagar la deuda y más bien hay que atender lo social.

Realmente, esto me hace recordar un poco al discurso que nos ha dado hace poco el ex Presidente del Banco Central de Reserva de la Argentina, que nos presenta una situación en la Argentina, en el cual entre los años 1990 al 2000, prácticamente, la Argentina fue el paraíso terrenal y en el año 2001 se cometió algunos errores y el abultado servicio de la deuda, nos complicó el asunto y fue un error haber dejado a un lado el régimen de convertibilidad.

Cuando en realidad, el servicio de la deuda no surge porque sí, no es un tema, o sea no es a temporal sino que tiene un carácter eminentemente intertemporal, o sea, surge como consecuencia como lo ha dicho Elmer, como consecuencia de los déficits fiscales sistemáticos que se han producido por muchos años.

Y en el caso de la Argentina, si bien el gasto público no creció de manera importante, era un gasto que de

por sí era sumamente elevado y un gasto muy ineficiente como también es un caso muy parecido al Perú.

Por lo tanto, una lección que podemos aprender de esto, es que para manejar bien la deuda externa necesitamos políticas fiscales prudentes. Y yo celebro que en esta reunión hayamos tenido una amplia coincidencia en cuanto a la necesidad de reducir el monto, por lo menos el ratio de la deuda externa, con relación al producto bruto interno y la necesidad de incrementar el ahorro interno como una manera de poder. Y cuando hablamos de incrementar ahorro interno estamos, hablando que el gobierno tiene que superávit en la cuenta corriente.

Eso supone una política muy distinta a la que se está practicando ahora y la que se ha practicado, por lo menos en los últimos años del gobierno de Fujimori.

Otro elemento importante que yo encuentro como una lección de la experiencia de los 90, es de que gran parte del problema de este endeudamiento corrupto que se dio en estos años, y también del mal manejo de los recursos de la privatización, se vio a que no existe una asignación adecuada de las responsabilidades a un nivel político que tiene que ser el nivel de la decisión, que normalmente era el CIAEF, tradicionalmente en el Perú.

En el Perú por muchos años el CIAEF funcionaba como un órgano político que tomaba decisiones, eso se rompió y no estaba muy claro, se tomaba las decisiones en una trastienda de oficios o notitas entre Fujimori y el Ministro de Economía. Entonces, no había una responsabilidad muy clara que quedara claramente dónde, entonces, es muy fácil que ahora se laven las manos algunos ministros y digan -no, la cosa no fue conmigo-

Y tampoco había una distinción entre lo que es el nivel técnico interinstitucional necesariamente, que debía ser el Comité de la Deuda Externa, que debía proponer las políticas a nivel político, y el nivel político aprobarlas o en caso de estar disconforme, desaprobarlas.

Pero ni el nivel político ni este nivel intermedio técnico, tienen porque intervenir ya en la operatividad misma de la política de la deuda externa, y como sí sucedió, porque la operatividad de la deuda externa está en manos de la Dirección General de Crédito Público y hemos visto todos estos años que esta dirección al igual que el resto de todo el Ministerio de Economía y Finanzas, en buena cuenta funcionaron como una especie de Mesa de Partes y ellos, además, te lo dicen.

En realidad, nosotros simplemente nos pedían y como nos pedían, nosotros trasladábamos y era una Mesa de Partes. Lo cual no debió ser así y dice mucho de la necesidad de reforzar una burocracia o reinstaurar una burocracia técnica que respete las funciones y las responsabilidades que tiene al frente en el Ministerio de Economía y Finanzas.

Este tema de la pobre institucionalidad del país que continúa hasta hoy y que la conozco de cerca porque también he trabajado varios años en el Ministerio de Economía y Finanzas. A mi me llevó en el Banco Central, cuando estuve en el Banco Central, a la iniciativa que lamentablemente no contó con el respaldo del resto del directorio del Banco Central de esa época, de crear un instituto que se dedicara a investigar y a proponer políticas, tanto en materia fiscal como endeudamiento externo y en general, en todo lo que era el involucramiento con el sector externo del país.

Conversamos con el FBI, con el Banco Mundial y ellos estaban dispuestos, inclusive, a poner fondos para financiar el arranque de esta institución. Por cuanto yo no veo, lamentablemente, por más que acá vamos a sacar seguramente, conclusiones espléndidas pero mi preocupación es cómo es que estas conclusiones van a poder llevarse a cabo después de que termine este foro.

Y no veo que el día a día de una institución en donde toda la estructura, donde los directores generales no cuentan para nada y se arma una súper estructura de asesores con su ministro que están metidos en el día a día y donde toda la estructura no funciona para nada.

Entonces, mientras se produzca una reestructuración integral de ese ministerio que es fundamental para la marcha de la economía del país, tendremos que inventar, o sea, tapar ese bache institucional con algún organismo que se dedique a proponer al Congreso de la República, al Poder Ejecutivo, documentos muy sensatos bien sustentados de hacia dónde deben ir las cosas.

Y de alguna forma el Banco Central lo ha venido haciendo, pero también tiene sus tareas del día a día y no le permite llevar a cabo esto con la reflexión del caso como sí sucede, por ejemplo, con el Banco Central de Israel que tiene un Centro de Investigación, que justamente, es el que genera toda esta potencialidad para cambiar las cosas.

Se ha hablado en esta Mesa, de la necesidad también de cuidar el uso de los recursos y yo comparto plenamente este planteamiento de Javier Abugattás.

Y pienso que en el fondo, si nosotros sabemos perfectamente que los recursos de la deuda externa lo vamos a usar en proyectos que son rentables económicamente o socialmente, entonces, sencillamente la deuda se va a repagar con facilidad porque el país va a crecer mucho más. Pero si nosotros verdaderamente revisamos la calidad de los proyectos, la calidad del gasto que se ha realizado con estos recursos, realmente es para llorar. O sea, son recursos y es como tirar plata a un saco roto durante años de años en que el país ha perdido y por eso que en los 90 hemos crecido apenas 4% en promedio anual, aún con todo esa gran cantidad de dólares que llegaron a los bancos peruanos y que hicieron que el crédito bancario creciera una tasa promedio del 38% en términos reales anualmente entre el año 1993 y 1997, época en que la economía crecía al 7%.

Claro está, que si tu tienes un quiosco de periódicos en la cual tus ventas están creciendo al 7%, pero te estas endeudando al 38% y esto era bomba de tiempo que en algún momento iba a explotar. **(16)** O sea, de alguna manera el Perú fue en esos años una especie CLAE. O sea, ese CLAE reventó, los bancos tomaron conciencia y un poco que la crisis asiática, la crisis rusa sirvió sencillamente como una forma de catarsis para que los banqueros se dieran cuenta que en realidad habían estado prestando a empresas que estaban sumamente sobre endeudadas y descapitalizadas.

Quiero cerrar, hay más reflexiones, pero sé que el tiempo es breve, en subrayar en que necesitamos generar más ahorro interno, necesitamos reducir el déficit fiscal a cero. O sea, yo creo que 1,5; 1,9, por lo menos a cero y generar superávit si es posible.

Si es que el Apra es consistente con este planteamiento, que creo que lo es aparentemente, por las palabras de Enrique, yo le sugeriría que sus planteamientos no los haga por el lado del financiamiento, sino que diga textualmente "que lo que quiere es que Alejandro Toledo reestructure el gasto público"; de tal manera que parte del gasto público vaya a las contrapartidas y no nos endeudamos más de lo que ya estamos endeudados, porque coincido con varios de los que han señalado que la situación fiscal del país es preocupante. No estamos en una posición inmanejable, pero creo que el Ministerio de Economía no nos está hablando con toda la sinceridad del caso. Creo que el tema del déficit fiscal se está yendo de las manos y estamos a tiempo para corregir.

Con una presión tributaria de apenas 11,6% que es lo que tenemos en el primer trimestre este año, el 12,3% en el año pasado, y teniendo una presión de gasto de servicio de deuda de más de 4,1% del PBI, indudablemente que estamos en una encrucijada, donde prácticamente menos de 8 puntos tenemos para poder financiar los gastos normales. Esto también nos refleja la necesidad de llevar a cabo una profunda reforma del Estado que también está en el tintero.

En fin, ¿flexibilidad del Banco Central? Yo hablaría más bien de miniflexibilidad en todo caso, o en todo caso dar una ley, así como hay una Ley de Transparencia Fiscal, que dicho sea de paso no se cumple, acá las leyes en el Perú se hacen para no cumplirse, debería darse quizá también una Ley de Prudencia Monetaria en caso que en la Constitución se aceptara introducir esa miniflexibilidad al Banco Central.

Muchas gracias.

(Aplausos.)

El señor .— Señores, la situación del país es sumamente preocupante, lo ha dicho vuestro expositor, y en cuanto a los Padres de la Patria, ni cuenta, diré yo, nos damos cuenta, e invito a reflexionar.

Seguidamente, finalizando, agradecemos de manera muy especial a los señores expositores y enseguida pasamos a la segunda etapa del evento que será de cinco minutos por cada participante.

Muchas gracias.

El señor .— En aras del tiempo, yo voy a pasar a mi comentario.

Yo creo que definitivamente buena parte de lo que aquí se ha dicho tiene que ver con la necesidad de atacar el tema del déficit fiscal. Y creo que deberíamos ir poniéndonos de acuerdo sobre cómo enfrentar el tema, llamémosle reforma tributaria o no, pero de una necesaria revisión del tema de los ingresos del gobierno central.

Creo que eso debe pasar, y lo digo con suma responsabilidad y con suma claridad, por una revisión responsable y técnica del costo-beneficio de las exoneraciones tributarias. Creo que debemos hacerlo, creo que es justo que el país sepa ¿qué cuesta cada exoneración?, ¿qué beneficio tiene y si alguna exoneración está dada para cubrir alguna ausencia o alguna falta?

Busquemos alguna manera más inteligente y más financieramente sana para darle ese recurso; pero no privilegiemos con exoneraciones generalizadas que finalmente no benefician a quienes están supuestamente dirigidas estas exoneraciones, aunque quizás por la situación extrema en que nos encontramos algunas de estas exoneraciones deberían mantenerse por un tiempo, pero esa revisión no se ha hecho todavía y creo que es urgente.

Creo que ese análisis de los ingresos tributarios debe pasar también por hacer un esfuerzo por ampliar la base tributaria y buscar medidas inteligentes y técnicas para combatir evasión y elusión. Me parece que ahí podemos estar de acuerdo muy fácilmente.

Nosotros hemos hecho un planteamiento —que en la parte institucional de este esfuerzo nos parece que sería más útil— que Aduanas y Sunat hicieran un esfuerzo conjunto a través de una Superintendencia de Administración Tributaria de Aduanas, que manteniendo las especialidades hiciera un trabajo, que hoy no se hace, para coordinar en la lucha contra la evasión y el contrabando. Creo que ese es un tema que podría discutir, pero me parece que ahí en la parte institucional hay temas que se pueden mejorar.

Creo también que hay que mejorar la eficiencia en el gasto de inversión pública y estoy de acuerdo con lo que ha mencionado Jorge. Es más, en la campaña electoral nosotros éramos los que sosteníamos la reestructuración del gasto y más bien Perú Posible sostenía que había posibilidad de disminuir impuestos y jugar con otros esquemas.

Nosotros planteamos que el tema de la reestructuración del gasto era el tema por donde había que caminar; con un monto de gasto hacia abajo podíamos ver como priorizar ese gasto. Sé que el margen de maniobra es pequeño, pero me parece que hay que trabajarlo.

Finalmente, dos palabras con respecto a un tema que también se mencionó.

Para finalmente no necesitar tanto financiamiento externo, hay que exportar, y hay que exportar con una política realmente de Estado; y eso significa tener una política comercial probativa que no la tenemos. Es más, sostengo que no tenemos política comercial en este momento. Si mañana ocurriera el ALCA, o si mañanauviéramos ya una situación más avanzada de Comunidad Andina con MERCOSUR o esquemas con el propio APEC en sus objetivos de libre comercio, creo, sinceramente, que el beneficio que podríamos lograr es mínimo.

Y cómo será que la exportación no está priorizada que el único funcionario público que no ha sido ratificado ni removido es el Presidente de Prompex, que está pidiendo cita con el Presidente del Consejo de Ministros para ver cuál es su situación y ya se va a cumplir un año de gobierno.

Ni siquiera se han preocupado de esta institución, le han quitado recursos como a todos, y esa institución, creo, merece por su especialidad técnica, primero, una atención; y, en segundo lugar, que tenga un presupuesto mínimo para que haga su trabajo, que es lo que todos debemos buscar: diversificación de oferta exportable competitiva hacia una exportación con valor agregado de manufacturas en servicios que nos haga menos vulnerable para poder necesitar menos recursos externos.

Gracias.

El señor

.— Quizá solamente para contarles una anécdota.

Hace un par de años aproximadamente vino al Perú un alto funcionario de un organismo internacional y conversando sobre el sistema financiero peruano, etcétera, me dice: "Mira, Jorge, nosotros hemos hecho una serie de estudios en distintas áreas de nuestra institución sobre la justificación de por qué financiar gasto social. Pero quiero confesarte que verdaderamente no tenemos claro el asunto, y no sabemos si debemos financiar gasto social o no debemos financiar gasto social".

Realmente compiten entre ellos por financiar proyectos que muchas veces no tienen la rentabilidad económica ni la rentabilidad social.

Entonces, pienso que por lo menos un 90% de lo que se hizo en gasto social en el gobierno pasado pues no debió ser financiado porque no tenía un retorno; o sea, no generaba una reducción sostenible de la pobreza en el tiempo. Y en esa medida, pues, tú quitabas esos recursos y volvíamos nuevamente a cero y, por lo tanto, no se generaba nuevamente la capacidad de repagar esos recursos tanto en el término de divisas como en términos de disponibilidad de recursos fiscales.

Muchas gracias.

(aplausos.)

El señor

.— De mi parte reitero mis sinceros agradecimientos a cada uno de los expositores por su brillante participación y al mismo tiempo a cada uno de ustedes por su asistencia.

Muchísimas gracias.

El señor PRESENTADOR.— Vamos a finalizar esta larga mañana con la última exposición que es la que tendríamos a cargo del señor Viceministro Kurt Burneo.

La Mesa estará presidida por el congresista Adolfo La Torre.

El señor PRESIDENTE.— Buenas tardes, señores congresistas, distinguidas damas, amigos todos.

Por razones personales y la naturaleza de su trabajo, lamentablemente en esta oportunidad no vamos a contar con el doctor Pedro Pablo Kuczynski; sin embargo, tenemos la oportunidad de contar con la presencia del Viceministro, el doctor Kurt Burneo. Será una gran oportunidad para que nos explique sobre el tema tan importante que estamos tratando; independientemente de ello, la oportunidad también para aclarar y expresar sobre algunas preocupaciones que han manifestado los distinguidos expositores.

Dicho esto, le doy la palabra al señor Kurt Burneo.

Muchas gracias.

El señor BURNEO.— Muchas gracias.

En principio, agradecer la oportunidad, lamentablemente por obligaciones anteladas, el señor Pedro Pablo Kuczynski está fuera; sin embargo, me encargó que pudiera tomar su lugar en este evento y yo con mucho gusto recibo el encargo. Voy a tratar de estar de acuerdo a las circunstancias.

El título de la presentación es: *Perspectivas sobre la Deuda Pública Externa Peruana*.

Entonces, la exposición la voy a organizar de la siguiente forma: Una primera parte que está referida al contexto internacional y regional; una segunda parte, es tan específico, que es el contexto país, el contexto específico Perú; luego será específico también a continuación la entrada propia en materia respecto al tema que nos ocupa y creo que es deuda externa, viendo un poco el estado de la situación del presente y sobre todo qué cosa se está pensando a nivel de la administración para el tratamiento de los retos que implica el tema de la deuda.

En principio, yo quisiera hacer una distinción antes de entrar al desarrollo.

Yo creo que definitivamente el tema de deuda sí es importante, y tan importante porque explica aproximadamente un 22% de los recursos presupuestales se van en la atención del servicio de deuda. Para decirlo en términos sencillos, porque parto de la presunción de que no todos son economistas aquí, que de cada 100 soles del presupuesto, 22 se van exactamente dirigidos para la atención de lo que es el servicio de deuda interna y externa. Y si quieren más precisión, de esos 22 soles, más o menos unos 18 soles es lo que va a lo que es servicio de deuda externa y los 3 ó 4 soles restantes para lo que es el servicio de deuda interna.

Entonces, aquí estamos hablando de que más del 20% del Presupuesto General de la República está dirigido a cumplir con el pago de las obligaciones, y sin duda muchas veces se plantea una suerte de dicotomía, un solo criterio entre lo que es aumentar el gasto social, atender obligaciones y demandas por parte de los distintos sectores de la administración pública versus la atención de lo que es el servicio de deuda.

Para que ustedes tengan una idea del problema de escasez que es prácticamente un problema de libro de texto que se enfrenta el gobierno actualmente.

Si nosotros sumáramos entre el año 2002 y el 2006 el conjunto de demandas de los distintos sectores (17) para su atención, sin considerar el gasto previsional y sin considerar el servicio de deuda, ojo allí, estamos hablando de una demanda que más o menos alcanza unos 70 mil millones de dólares. Si en el mismo período nosotros frente a esa demanda de 70 mil millones de dólares vemos con cuánto disponemos, lo que tenemos ahora es una disponibilidad presupuestal de 30 mil millones de dólares. Eso quiere decir que la disponibilidad presupuestal no llega ni siquiera al 50% del total de las demandas que hay. Y ojo, no estamos hablando ni de gastos previsional, no estamos hablando de servicio de deuda.

Entonces, aquí hay claramente un problema ¿no es cierto? de escasez, de recursos y, por lo tanto, como en cualquier libro de texto de Economía, se podría ver aquí lo que se necesita es priorizar. Y lo que se intenta justamente, por ejemplo, a través del marco macroeconómico multianual es de ordenar las prioridades porque definitivamente no es posible atender todas las demandas. ¿Por qué? Por la brecha que acabo de mencionar. Entonces, yo quisiera reparar en esa situación de inicio antes de comenzar mi exposición.

Si vemos, en primer lugar, el contexto internacional y regional, observemos allí los pronósticos de crecimiento para el caso de los países desarrollados y veremos sin duda que para este año hay un pronóstico de recuperación, y eso eventualmente puede traer aparejado, por ejemplo, una recuperación de lo que son los precios de las materias primas, lo cual tiene un efecto favorable.

Pero también, y esto es un problema, por el mismo hecho, yo lo voy a comentar después, de que casi el 54% de la deuda pública externa está establecida a tasas variables, el hecho mismo de que haya una previsión de incrementos de la tasa de interés en los períodos que viene, definitivamente va a ejercer como una suerte de factor adverso sobre lo que son nuestras finanzas públicas.

Sin embargo, aquí lo destacable —vamos a decirlo así— es el lado de que la recuperación de la actividad económica internacional tiene —vamos a decirlo así— efectos encontrados. Ése es un primer señalamiento, razón por la cual se presenta el cuadro.

Si vemos —la siguiente diapositiva— el caso de los países latinoamericanos, yo creo que esto es conocido. El Perú es probablemente uno de los pocos países que muestran tasas sin proyecciones o previsiones de tasas de crecimiento importantes, por ejemplo, para este año y el próximo, y eso definitivamente es un elemento importante que hay que tener en cuenta.

Posteriormente, voy a referirme a qué cosa hay detrás de esas proyecciones, de esa proyección de crecimiento del Perú, lo que quiero decir sencillamente es que en términos de la región, en términos de las perspectivas de crecimiento, Perú claramente —digamos— muestra una tendencia bastante diferenciada de los demás.

Vemos el tema este de las tasa de interés, y lo que puede decirse con fecha, con cifras al 27 de mayo, allí está claramente reflejado, la caída de las tasas de interés internacionales, que ciertamente tuvieron algún efecto favorable sobre las finanzas públicas por el lado de lo que es el servicio de deuda, aunque eso tienen algún grado de rezago; sin embargo, sí se ha producido algún efecto favorable. Sin embargo, lo que

se espera es que en los períodos siguientes se produzca una recuperación de esas tasas. Y eso es un tema bien importante porque yo he escuchado algunos analistas que mencionan como signo de preocupación, y no solamente de atención, que en las colocaciones de papeles por parte del Tesoro Público, las tasas de interés hayan tendido a subir los plazos a acortarse.

Lo que debo de decir es que las tasas de interés no solamente han subido para los papeles del Tesoro Público, sino también las emisiones que vienen por parte de los agentes privados, de los emisores privados, por una sencilla razón: por la sencilla razón de que si está en perspectiva de que la tasa de interés internacional tienda a recuperarse, obviamente, allí se desarrolla una expectativa de que eso suceda y, por tanto, como que se internaliza ello. Y el resultado es de que tanto para el emisor privado en el Perú, como también para el Gobierno, las tasas de rendimiento de los papeles han tendido a elevarse. Y obviamente, la tendencia ha sido de los plazos a acortarse.

Pero reitero, esto no es algo que se circunscriba exclusivamente a lo que son los papeles del Tesoro Público, sino también esto ha ocurrido con las emisiones por parte del sector privado.

En cuanto al contexto local, vemos allí un poco la dinámica del producto bruto interno. Y lo que puede destacarse es algo muy elemental, por cierto, disculpen si puede ser un poco grotesco. Yo también escucho que mucho hablan de recesión, y hasta donde yo sé, se habla de recesión cuando las tasas de variación del BID son negativas. Y excepto que miren el cuadro con los ejes invertidos, yo no veo por dónde está la recesión o excepto que a propósito se ponga las anteojeras para verlo de esa manera.

Lo que yo observo allí es que hay definitivamente algún nivel de recuperación de la actividad económica. Y es más, si vamos a una cosa más fina, por el lado de lo que es el sector, la división del crecimiento del BID en lo que es sector primario y no primario, la puesta de nosotros, como después voy a recalcar, es que cada vez el crecimiento a nivel de actividad se sustente en lo que son los sectores no primarios por una sencilla razón o por dos quizá: uno, porque explican casi el 86% del ingreso fiscal, y lo que nos interesa es definitivamente que haya una mayor correspondencia entre lo que es la recaudación tributaria y el crecimiento del producto. Pero no solamente eso, sino eso también atraviesa el tema del empleo.

Si nosotros queremos, si el diagnóstico parte de que el problema del empleo del Perú no es tanto un problema de cantidad, y no podría serlo en un país donde no hay un seguro de desempleo. Aquí el problema es de calidad del empleo, es un problema de subempleo. Y donde se encuentran, donde previsiblemente podríamos tener empleos de mejor calidad, medida la calidad del empleo por tres factores: remuneración, protección al trabajador y productividad. Esas tres características las encontramos más o menos asociadas más a lo que es la demanda de empleos, que proviene del sector no primario de la economía. Y ésa es la segunda razón por la cual nosotros estamos tratando de apuntar a que el crecimiento del producto cada vez se recueste, si cabe el término, se sustente más en lo que son los sectores no primarios. Y esa apuesta está puesta también en el marco macroeconómico multianual que, dicho sea de paso, debe ser publicado el día de mañana.

Bueno, allí ustedes ven un poco la cosa en el muy corto plazo lo que ha pasado en el primer trimestre, y algunas cifras que corresponden a algunas estimaciones preliminares, algunos resultados preliminares con respecto al mes de abril. Al mes de abril se prevé que el nivel de actividad económica crezca en alrededor del 4%. Y donde detrás como ustedes pueden ver, por ejemplo, es muy alentador el hecho que la manufactura crezca en 7,8%.

Pero es más, si nosotros porque también se menciona que esto es una ilusión porque aquí está metida Antamina y está metida, por ejemplo, la producción de cemento Yura. Si sacamos Antamina y sacamos Yura, de todas maneras la economía crece. Es más, si nosotros planteáramos estos mismos números, pero lo planteáramos en términos desestacionalizados y por trimestres, la proyección de crecimiento anualizado nos arroja que estamos más o menos en una posición de 4%.

Entonces, yo quisiera reiterar, si bien es cierto, se puede discutir respecto a la sostenibilidad de esta tendencia, sobre un asunto en el cual podríamos porque en el plano de las hipótesis hay muchas cosas que pueden encajar. Lo que yo sí no creo que se puede decir es que en el Perú todavía nos encontramos en una recesión; en eso yo quiero ser muy enfático. Lamentablemente a veces hay algunos conceptos un tanto distorsionados, que originan expectativas adversas por parte de los agentes. Como hace algunos días, aparece en los diarios, que las deudas de corto plazo del Tesoro Público estaban en mil millones de soles,

y señalaban que la posición del Tesoro Público con el Banco de la Nación estaba sobregirada en casi 350 millones de soles.

Cuando no se repara que si lo queremos ver es cuál es la posición del Tesoro Público con el Banco de la Nación, no podemos ver solamente la cuenta principal, sino tenemos que ver las otras cuentas. Y si se miraban las otras cuentas, ese supuesto sobregiro se convertía en una posición en azul en casi 400 a 500 millones de soles. Entonces, aquí el problema a veces es un poco de la información que se trasunta. Entonces, allí ustedes ven algunas previsiones respecto al mes de abril. Pero reitero, el crecimiento del mes de abril podría estar en alrededor del 4%, lo cual definitivamente es bastante alentador.

Tenemos otros indicadores que son relevantes, en el caso de lo que es la inflación, lo que es la devaluación. Es aquí obviamente lo que ha ocurrido, sobre todo, en el caso de la devaluación. Esto es todo un tema, que probablemente en el Banco Central, en los directorios, esto es un tema que genera bastante discusión y conversación porque definitivamente el tener aquí unas devaluaciones incluso nominales. Perdón, si estamos hablando viendo la tendencia hacia abajo la variación, la revaluación, en todo caso, inclusive nominal, es un elemento que ciertamente atenta contra lo que es la rentabilidad de las exportaciones.

Pero lo que también se observa es que este proceso de revaluación prácticamente está casi detenido. Y veamos también eso en contexto. Y el contexto es que las tasas de inflación son bastante pequeñas. Si abstraemos por un momento lo que es la inflación internacional, yo diría que todavía hay márgenes como para poder decir que no hay un efecto muy grande en términos adversos sobre lo que es la rentabilidad de las exportaciones.

En cuanto a las reservas internacionales, ustedes pueden ver del gráfico más o menos creo que es evidente que ha habido una tendencia al alza de las mismas, lo cual ciertamente pueden dar una idea de que hay algunos márgenes importantes, en términos de lo que es la solvencia que puede tener el país, aunque ciertamente este gráfico puede achatare un tanto si consideramos que es lo que debiese ser, que para medir la capacidad de pago de un país no hay que ver las reservas internacionales, sino la posición de cambio ¿correcto? Pero aun si viésemos la posición de cambio, de todas maneras diríamos que ha habido una mejora importante en todos estos meses.

El resultado económico, el famoso déficit fiscal, lamentablemente la vorágine del día a día en el Ministerio hace que me haya perdido las interesantes exposiciones de mis colegas antecesores. Pero seguramente creo que no ser demasiado imaginativo para suponer que el déficit fiscal siempre ha sido un acierto bastante repetitivo y que aquí hay problemas. Probablemente, no sé si ha sido el caso. Pero yo he leído, inclusive he visto algunas opiniones donde nos dicen que estamos camino a la Argentina, que esto es el desastre.

Entonces, creo no ser demasiado pitoniso al suponer esas cosas. Entonces, hay una cosa de la que debo de ser muy claro y es: en el primer trimestre hemos acabado en línea con el nivel de déficit acordado con el programa; es más, un poquito por debajo. **(18)** Con el Fondo se acordó 1,6 de déficit, acabamos con un 1,5 aproximadamente.

Ahora, yo sé, también se dice. No señor, pero lo que pasa es que usualmente en el primer trimestre usted no debió haber acabado con un déficit más o menos en línea con lo acordado con el programa del Fondo, sino usted debiera haber tenido un déficit mucho menor ¿cierto? por una cuestión de estacionalidad.

Inclusive hay algunos que me mandaron a revisar mis libros, digamos, de textos de economía. Yo por si acaso le he pedido algunos libros de texto que le sugiero a mis alumnos en la universidad para hacerles caso y lo que yo he visto o por lo menos de lo que yo conozco. Es que no hay ningún expediente, ninguna, en donde una economía haya crecido metiendo un ajustón fiscal, ninguna y que alguien venga a sustentar técnicamente y me diga.

En una situación en la cual encontramos una economía cuasi paralizante donde definitivamente tenían que darse señales claras a los agentes privados de que había una voluntad política a la nueva administración, de buscar, propulsar el carro de la economía, manteniendo bajo control el déficit fiscal.

La única opción allí era buscar elevar moderadamente el gasto no financiero y eso es lo que hemos hecho,

sin embargo nosotros somos perfectamente conscientes de que tenemos que mantener las cuentas fiscales bajo determinados parámetros y es por eso que nosotros estamos trabajando con una proyección de déficit de 2,2.

El año pasado terminamos con un déficit de más o menos 2,4 2,5. Aquí lo importante es que estamos tratando de hacer todos los esfuerzos para que la tendencia del déficit fiscal sea decreciente, pero el punto también y aquí viene una de las razones importantes por las que se modifica el marco macroeconómico multianual, es que las cifras del déficit las hemos modificado un tanto porque no tiene sentido, por poner metas que no van a ser cumplidas.

Al final hay una simetría perversa, diría yo. La credibilidad es muy difícil de ganar y es muy fácil de perder, por eso es que hay cambios en el marco macroeconómico multianual, pero el punto aquí es más que un numerito en el déficit lo que hay que ver es una tendencia decreciente del déficit y estamos haciendo nuestros esfuerzos para que ello suceda.

Entonces, lo que quiero decir que ese resultado del primer trimestre de 1,5 está en línea con el 2,2 de déficit para este año y ese es la meta que nosotros nos hemos propuesto.

Por cierto, hay algunos que piensan que la manera de ganar credibilidad, es tener un déficit mucho menor ¿cierto? Claro, yo no tendría ningún problema, por ejemplo, el déficit en el primer trimestre no hubiera 1,5 podría haber sido 1,0 podría haber sido 0,0 ¿y cómo podría hacerlo?, es muy sencillo.

En el Comité de Caja, nosotros decidimos cuánto es la cantidad de recursos ordinarios que vamos a asignar, entonces en vez de estar asignando mil 750 millones, mil 800 millones de soles que es lo que en promedio hemos estado haciendo, yo podría haber asignado 500. Sí, pues, entonces eso significa definitivamente que al gasto le metía un ajustón brutal, sí, inclusive si querían no pagaba planillas.

Por ejemplo, la pregunta es aquellos que promueven ¿no es cierto?, un déficit cero o mejor superávit fiscal, ¿es realizable eso? Aquí hay un tema y es, disculpe si soy un poco grotesco al decirlo, una cosa es con guitarra y otra cosa es con cajón.

Hay muchas cosas que yo he aprendido sentado ahí en la silla de hacienda y si hay una de las cosas que yo he aprendido, es que hay muchas cosas que la teoría las pinta maravillosamente, pero está sujeto a presiones que vienen no solamente, digamos, de los propios ministerios por mayor gasto.

En algún momento yo referí que sólo en el primer trimestre había unas demandas por mayores gasto por parte de los ministerios por fuera del presupuesto por casi 3 mil 300, 3 mil 400 millones de soles, fuera del presupuesto y eso es parte de las presiones.

No estoy hablando de las otras que a veces vienen, por ejemplo, del Congreso donde lamentablemente han habido algunas iniciativas que no han ayudado mucho en términos de la recaudación. Han habido otras iniciativas en las que han complicado el tema, por ejemplo, lo que es el aumento en las demandas de empleo.

Yo no estoy tan seguro que los resultados que hoy día son bastantes modestos en términos de la generación de empleo, respondan única y exclusivamente a factores económicos. Yo creo que hay algunas señales que hay algunas iniciativas legislativas sobre el tema laboral que lamentablemente por muy justas que sean que yo reconozco, sin embargo el momento, la oportunidad en que han salido es absolutamente inapropiado y yo creo que eso cuenta a la hora de ver qué tanto se ha propulsado la demanda de empleo por parte del sector empresarial.

Entonces, resumiendo. Lo que estoy diciendo es que nosotros estamos trabajando en línea con un déficit de 2,2% para este año. Es más, yo personalmente no creo que el problema sea este año en términos de financiamiento, porque incluso si los ingresos por privatización demoran en entrar, tenemos fuentes alternativas de financiamiento de por medio.

Mi preocupación, o sea, los que estamos pensando ahora en el Ministerio de Economía es en el próximo año los subsiguientes, porque no queremos entrar financieramente debilitados para los próximos años.

Entonces, después le voy a describir algunas de las cosas que estamos pensando porque definitivamente en ese pensar para los próximos años en términos fiscales, uno de los elementos importantes que hay que ver es, bueno, ¿qué hacemos con el tema de lo que es la deuda externa?

El riesgo país que es, yo diría, una fortaleza en el caso del Perú, a pesar de que se ha levantado ligeramente en estos últimos períodos, sin embargo lo que debe decirse es lo que nos encontramos por debajo del promedio latinoamericano y ciertamente también estamos todavía aún por debajo de lo que son el promedio de países emergentes.

Un poco viendo las cosas hacia adelante, las proyecciones macroeconómicas. En cuanto a las proyecciones macroeconómicas, algo estuve comentando lo que es el déficit pero antes ustedes ahí ven de lo que se prevén en términos de lo que es el Producto Bruto Interno, donde ciertamente ha habido algún nivel, digamos, de moderación en las proyecciones y acá hay un cosa muy sencilla.

Si nosotros planteamos metas de crecimiento del producto sobrevaluadas, lo que estamos haciendo es implícitamente sobrevaluar los presupuestos y al sobrevaluar los presupuestos, sobrevaluamos las expectativas y entonces llegamos a la terrible situación en la cual como la proyección del crecimiento del PBI está sobrevaluada, como consecuentemente las proyecciones de ingreso fiscal, también están sobrevaluadas, tenemos el problema de que el gasto que está asociado a esas proyecciones de ingresos fiscales sobrevaluadas, no se va a poder ejecutar porque no hay que olvidar que el presupuesto es una autorización máxima de gasto.

Si los ingresos y la proyección de ingresos no me funcionan al 100%, no se cumplen a 100%, lamentablemente yo no puedo gastar el íntegro de lo presupuestado y entonces ahí vienen los chillidos. El tema es a quién se le corta, ¿no es cierto?

Entonces, nosotros no queremos incurrir o queremos en todo caso minimizar esas posibilidades y es por eso que estamos trabajando con unas previsiones más moderadas en términos del nivel de actividad. Bueno, ahí tienen ustedes algunos indicadores, en todo caso.

Antes de seguir, una cosa bien importante y es ¿qué es lo que se está viendo con el tema de la inversión privada? Nosotros hemos sido muy claro. La estrategia del programa económico en la administración del doctor Toledo va por lo siguiente.

Nuestra concepción de principio es que la economía que llevaba más de 4 años de recesión, tenía un problema de insuficiencia de demanda y en un principio es que el gasto público no financiero era que diese ese impulso inicial, pero la lógica del problema implica de que en lugar del gasto público no financiero sea ocupado gradualmente por la inversión privada.

Y entonces para que la inversión privada concorra y ahí estamos viendo un poco las previsiones por el lado de lo que es la inversión privada, noten ustedes, por ejemplo, que para el año 2002 estamos partiendo más o menos de un 15,4% y aquí se establece una moderada, digamos, aumento de la participación de la inversión privada y noten ustedes lo que pasa con la inversión pública.

Yo sé que para muchos puede sonar herejía, que la inversión pública se mantenga casi estancada respecto al (ininteligible) y es que aquí tiene que insertarse un poco la lógica de las privatizaciones y concesiones.

Nosotros en el Ministerio de Economía llegamos a estos dilemas. Necesitamos, por ejemplo, aplicar recursos para un proyecto de inversión, pero a su vez también requerimos, por ejemplo, financiar el Seguro Integral de Salud, ¿qué cosa hacemos cuando tenemos una restricción presupuestal? ¿Mejor no sería, por ejemplo, que ese proyecto de inversión sea concesionado para que sea el privado quien aplique los recursos?

Y eso es muy independiente un poco de la calidad de esos proyectos que es todo un tema, porque si nosotros hacemos un ranking de análisis costo beneficio, de los proyectos que, por ejemplo, lo maneja el Instituto Nacional de Desarrollo, ustedes se darían con sorpresas grandes.

Muchos de esos proyectos, difícilmente calificaría una evaluación costo beneficio y sin embargo tienen que hacerse porque ya hay un costo envío también, pero aquí el tema es un tema, digamos, de qué

hacemos ante una situación de restricción de recursos. Lo aplicamos a un proyecto que sabemos económicamente es malo o financiamos, por ejemplo, una demanda social, esos son los dilemas que se ven día a día.

Entonces, nosotros estamos optando por lo segundo, ¿en qué expectativa? Estos proyectos que bajo nuestra lógica van a ser transferidos a los gobiernos regionales, la lógica es que se concesione, porque definitivamente la magnitud de recursos es que implica su continuidad es bastante grande y como estamos con una restricción presupuestal, definitivamente tenemos que priorizar.

Bueno, tienen ahí ustedes las estimaciones del PBI sectorial, noten ustedes la recuperación. Esto es más o menos consistente con lo que yo decía lo que es el PBI no primario. Si bien es cierto hay una trayectoria ascendente del PBI global, miren ustedes en caso del PBI no primario que recupera posiciones en la estructura, digamos, del PBI global, es un poco hacia donde nosotros estamos apuntando por las razones que ya expresé.

La situación de la deuda, entramos finalmente en materia. Las metas fiscales. Como decía, estamos trabajando con una proyección de 2,2 se establece que para el 2003, por ejemplo, vamos a tener con un déficit fiscal de 1,7 y ustedes ven la tendencia claramente decreciente.

Sin duda también, ahí ustedes ven el ratio de deuda pública respecto al PIB* ¿no es cierto? donde hay una tendencia decreciente pero aquí yo diría en principio hay una combinación de circunstancia para la reducción del ratio de deuda pública (**falla de grabación**) estos proyectos que bajo nuestra lógica van a ser transferidos a los gobiernos regionales, la lógica es que se concesione, porque definitivamente la magnitud de recursos que implica su continuidad, es bastante grande y como estamos con una restricción presupuestal, definitivamente tenemos que priorizar.

Tienen ahí ustedes las estimaciones del PBI sectorial, noten ustedes la recuperación, esto es más o menos consistente con lo que yo decía. Lo que es el PBI no primario, si bien es cierto hay una trayectoria ascendente del PBI global, miren ustedes en caso del PBI no primario que recupera posiciones en la estructura, digamos, del PBI global; es un poco hacia donde nosotros estamos apuntando por las razones que ya expresé.

La situación de la deuda; entramos finalmente en materia. Las metas fiscales. Como decía, estamos trabajando con una proyección de 2,2 se establece que para el 2003, por ejemplo, vamos a tener con un déficit fiscal de 1,7 y ustedes ven la tendencia claramente decreciente.

Sin duda también, ustedes ven el ratio de deuda pública respecto al PIB* ¿no es cierto?, donde hay una tendencia decreciente, pero aquí yo diría, en principio, hay una combinación de circunstancias para la reducción del ratio de deuda pública PIB* por un lado lo que es el crecimiento del producto y por otro lado, implícitamente también, lo que va a pasar, digamos, con la deuda pública.

En ese sentido, yo quisiera a continuación en unos momentos voy a comentar qué cosa es en específico, estamos pensando hacer al respecto.

Sin embargo, un aspecto importante para ver el estado de situación, es ver la estructura de la deuda, pero permítame un pequeño paréntesis. Y es, mirando estas cifras, **(19)** hay algunos analistas o comentaristas económicos, seguramente con muy buena intención, que dicen que estamos en camino a la Argentina o ya estamos como en Argentina.

Yo presumo que debe ser con muy buena intención. Y se olvidan, por ejemplo, de señalar para diferenciarnos con el caso argentino en términos de la liquidez, la deuda argentina, que si bien es cierto es una deuda de largo, sin embargo el problema en Argentina es que no tenían la liquidez suficiente para cumplir con sus vencimientos corrientes; cosa que no sucede en nuestro país. Eso es por un lado.

Pero, por otro lado, se olvida también el costo relativo de la deuda. Si el costo relativo lo medimos como el ratio entre el servicio de deuda versus la deuda total, en el caso de la Argentina este costo relativo está en 17%, en el caso del Perú está en 8.5%, y la razón tras de eso, es que en el caso de la deuda argentina casi el 66% de los acreedores son acreedores privados y que implica condiciones económicas mucho más onerosas.

Si vemos la participación de acreedores privados para el caso del Perú, esa participación está entre cinco o seis por ciento. Además, en el caso del Perú el grueso de los acreedores está por el lado de las multilaterales Club de París y Brady. O sea, aquí no estoy diciendo "*mal de muchos consuelo de tontos*", lo único que estoy tratando de decir es que hay una situación, yo diría, bastante diferenciada. Pero también lo que estoy diciendo es que, eso no significa que nosotros no perdamos de vista el tema de la deuda, y no perdamos de vista la necesidad de tener las cuentas fiscales bajo determinados parámetros. Eso es un elemento importante.

Pero aquí la distinción que yo hago es sencillamente para diferenciarnos del caso argentino, porque mucho se tiende a confundir las cosas lamentablemente.

Si vemos, un poco comentar la situación que se tiene. Ustedes miran la deuda pública a marzo del 2002 y entonces la externa explica casi el 83%, la interna del 17%. Y aquí ustedes pueden ver la estructura de los acreedores de la deuda pública externa en nuestro caso y en este otro pueden ver lo que es la estructura según monedas.

Esto es un elemento que debe de llamar la atención y que es todo un reto para nosotros, porque definitivamente una de las cosas que muy poco se ha explorado, que muy poco se ha hecho por el lado de lo que es el manejo en crédito público, es por ejemplo su apego de monedas, el hecho de coberturas ante las fluctuaciones cambiarias.

No está en el gráfico, pero un tema importante también a destacar es que necesitamos tener ciertos márgenes de cobertura frente a lo que vendría a ser las fluctuaciones de las tasas de interés internacionales, que como ya dije, en el caso de la deuda pública externa el 54% de ésta está pactada a tasas variables.

Entonces, también tenemos que entrar y esto es uno de los retos de la administración por el lado de tener ciertos márgenes de cobertura, ante el hecho de que más de la mitad de la deuda pública está concertada, digamos, a tasas variables.

Si vemos el siguiente cuadro, mostramos ahí los requerimientos financieros del sector público. Y estos requerimientos financieros por el lado de los usos, como todos ustedes bien conocen, es la suma de lo que es el déficit y lo que son las amortizaciones de deuda. Y, por otro lado, mencionamos lo que son las fuentes de financiamiento tanto las externas como las internas.

Y una de las cosas que yo escuché al final mencionar a Oscar es el por qué se hizo esto del canje de los bonos, la emisión de los bonos globales. Hay una cosa que creo que vale la pena mencionar y es, pongámonos mas bien en el supuesto de qué es lo que hubiese pasado si no se hubiese hecho esa emisión, si no se hubiese hecho ese canje.

Una cosa muy real es que como ustedes observan dentro de las fuentes de financiamiento encuentran ahí fuentes de libre disponibilidad. Y cuando se habla de las fuentes de libre disponibilidad estamos hablando específicamente de los famosos créditos fungibles, o sea, esos créditos de libre disponibilidad. Y qué es lo que ha pasado.

Lo que ha pasado es que nosotros ya desde el año pasado preveíamos de que iba a producirse una reducción en esos créditos de libre disponibilidad.

Entonces, si nosotros preveíamos de que se iban a reducir los créditos de libre disponibilidad por parte de las multilaterales, y esto respondía básicamente a que por política tanto del Banco Mundial como del BID, dada la experiencia argentina, y aparte la reducción en los techos de financiamiento para préstamos de libre disponibilidad para la región como un todo, y por el hecho que por ejemplo en el caso del Banco Mundial se empieza a repensar en el sentido de que esta entidad debería de mas bien reorientar sus recursos a la manera de cómo estos eran aplicados de principio, que era básicamente recursos aplicados a proyectos de inversión. Lo que nosotros teníamos en el horizonte eran menores créditos fungibles.

Entonces, ¿qué hacer frente a esa perspectiva? ¿Esperábamos a que se efectivizara ese retraso o ese menor ingreso de créditos fungibles? Y mientras tanto, ¿cómo cubríamos por ejemplo el servicio regular de deuda?

Es cierto, cuando se presenta el tema este de la emisión de bonos se señaló que era una suerte de generar un mayor blindaje en términos de la disponibilidad de recursos y capacidad de repago del país, es verdad.

Pero lo que ha demostrado todos estos meses es que la disponibilidad de créditos fungibles se ha reducido. Y para lo que está sirviendo como garantía, como respaldo, vamos a decirlo así, como un margen de seguridad importante, son estos recursos obtenidos a través de la emisión de bonos.

Entonces, yo creo que es importante ver el contexto en el cual se da esta necesidad de fuente alternativa de financiamiento.

Se puede discutir respecto a las condiciones, pero una de las cosas que es objetiva es que el Perú, por ejemplo, con esta emisión de bonos obtuvo un spread mucho más ventajoso que el que obtenían países con similar o mejor clasificación del país. Por ejemplo, el caso de Panamá, el caso de Brasil, el caso de Filipinas.

Yo pienso, digamos, que este tema debería merituar una mayor discusión, pero yo creo que también las discusiones deberíamos distinguirlas entre lo que es el ex post y el ex antes. O sea, muchas veces aquí es importante que las decisiones no solamente sean las correctas, sino que sean tomadas con la oportunidad del caso.

Una decisión puede ser técnicamente correcta, pero si no se toma con la oportunidad del caso no sirve para nada. Y lo que es el día a día, digamos, en lo que es el manejo fiscal, muchas veces uno tiene que estar tomando previsiones a futuro y eso es lo que se ha tratado de buscar hacer.

Se puede discutir probablemente la parte de procedimientos, hay la absoluta disposición como lo mencionó el ministro en su respectiva oportunidad de dar toda la información del caso, respecto a cómo se hicieron las operaciones. Pero lo que yo creo es que si se entra en lo que es la evaluación económica, también hay que considerar por ejemplo la existencia de algunos intangibles.

Y cuando hablo yo de la existencia de algunos intangibles, por ejemplo, no sé si es malo para el país el hecho de que haya salido al mercado internacional de capitales después de casi, creo, que son como 70 años aproximadamente, yo no sé si eso es necesariamente malo para el país.

Yo no sé si necesariamente es malo, por ejemplo, que en este caso se tomó una acción tipo precautorio respecto a lo que nosotros veíamos venir por el lado de lo que son los préstamos fungibles. Yo no sé si eso necesariamente es malo, personalmente creo que no, y seguramente habrán otras oportunidades para poder discutir sobre el tema.

La proyección del servicio de deuda externa e interna, en realidad si ustedes miran allí es claro de que hay definitivamente un reto de por medio y qué ha significado por ejemplo la operación de la emisión de bonos globales. Sí, ciertamente ha cambiado el perfil del servicio de deuda. Eso yo creo que no resiste más análisis, es claro definitivamente que hay una mayor concentración del servicio.

Entonces, aquí de lo que se trata es de ver y, bueno, qué se piensa hacer frente a esto. O sea, el reto está planteado, pero qué se piensa hacer al respecto.

Y, entonces, quisiera concluir un poco por la parte propositiva, o sea, qué estamos pensando. A nivel macroeconómico la idea es tratar de lograr un crecimiento sostenido de la actividad productiva basada en los sectores no primarios. Las razones, ya se las expliqué. Inclusive, quisiera insistir en un elemento importante, aquí el tema no solamente es de crecer, sino que sea sostenido ese crecimiento en el tiempo, reducir la variabilidad de las tasas de crecimiento es un elemento tan o más importante que las propias tasas que se obtienen.

En segundo lugar, la generación gradual de superávit primarios, en la medida en que nosotros avancemos y, eso está puesto en el marco macroeconómico, en la medida en que nosotros avancemos por el lado de los superávit primarios vamos a tener la capacidad de poder cubrir parte de lo que es los intereses de servicio de deuda. Entonces, sí es un elemento importante contenido en el marco macroeconómico.

Ahora, sin duda, el hecho de obtener superávit primarios significa definitivamente que por el lado de la

demanda el esfuerzo va estar sesgado por lo que viene por parte de los agentes privados, y es ahí donde tiene un papel capital la inversión privada.

Pero, reitero, nosotros creemos que para que la inversión privada tenga una mayor participación hay tres condiciones. Primero, de que haya un crecimiento sostenido en la economía. En ningún país del mundo la inversión se aplica en una economía donde está recesada, donde los mercados internos en vez de expandirse se contraen.

En segundo lugar, la inversión privada se aplica donde hay reglas de juego estables. Y en tercer lugar, donde hay ciertos márgenes básicos de gobernabilidad.

Entonces, esos son tres elementos que en nuestra opinión son elementos vitales para que pueda la inversión privada, digamos, ser al final de cuentas el motor direccionante del esfuerzo de crecimiento económico.

Si bien es cierto en un principio estuvo esto dado por el gasto público no financiero, la idea y es lo que se espera en los meses siguientes, que poco a poco la inversión privada empiece a tomar ese rol dejado por el gasto no financiero.

Luego tenemos lo que es la reforma del Estado. Aquí de lo que se trata básicamente es buscar mayor eficiencia del gasto, eliminar las superposiciones y traslapes que hay por el lado del gasto público, mejorar, por ejemplo, los niveles de eficiencia de la administración.

Entrar finalmente a temas tan espinosos como por ejemplo el tener una administración pública, un trabajador público que tenga una línea de carrera, una nueva ley de bases del funcionario público, una nueva política salarial para todo el sector público que sea menos dispersa, respecto a la que existe ahora. Son elementos indispensables dentro de esta reforma del Estado.

Yo no estoy tan seguro que el tema sea de que el Estado es muy grande, lo que pienso mas bien es que el Estado es muy ineficiente. Tenemos por ejemplo programas sociales que a veces no solamente duplican gastos sobre un mismo sujeto, un mismo beneficiario.

Algunos de ustedes podría diferenciar, por ejemplo, lo que hace el programa de desayunos escolares con lo que hace el programa del vaso de leche ¿cierto? en términos por ejemplo del beneficiario. No hay allí acaso por ejemplo un nivel de filtración importante y de drene importante de recursos que debe ser corregido.

En el caso por ejemplo del Ministerio de Economía se avanzó mucho con la gente de Foncodes, para poder reestructurar lo que es el gasto social y poder lograr que con un mismo nivel de gasto se pueda definitivamente lograr metas mayores, se está en curso de ello.

Hay en estos momentos una comisión multisectorial que está trabajando una nueva Ley de Bases de la Administración Pública y una propuesta de una nueva política salarial para la administración pública menos dispersa. Esas son cosas concretas.

Se va a buscar, por ejemplo, potenciar el uso de lo que es el Internet como una herramienta importante, para qué, para que vía economías de escalas las compras del Estado pueda significar ahorros para el propio sector público y de esa manera tener un símil de lo que es un incremento presupuestal; solamente bajo el tema, digamos, **(20)** o sea, hay cosas concretas sobre las que se está trabajando. Si no hay una reforma del Estado, definitivamente, si no se mejora la eficiencia del sector público no vamos a avanzar mucho.

Pero luego tenemos lo que es la reforma tributaria, la próxima semana finalmente el Consejo de Ministros va a discutir una propuesta que tenemos, y que se ha planteado junto con Sunat, por el lado de lo que es la administración tributaria y el por el lado de lo que es la política tributaria.

Hay un estimado muy conservador, que en el segundo semestre este conjunto de medidas podrían significar alrededor de 470 millones de soles más en la recaudación, con una perspectiva de mediano y largo plazo, porque varias de estas medidas tienen implicancias en ese tiempo y va a significar también

que tengan detrás de sí proyectos de ley, que esperamos que el Congreso los analice debidamente, ahí vamos a tener que batallar.

Pero yo creo que no debe de asustar el hecho de que a veces algunas iniciativas en el Congreso sean un poco adversas en términos de la recaudación, o iniciativas con la mejor intención; sin embargo, yo que creo que es un problema aquí de falta de información, de mejora en la coordinación, porque al final hay que reconocer, los señores congresistas tienen una prerrogativa constitucional y es de proponer proyectos de ley.

Entonces, ellos pueden proponer, por ejemplo, que de ahora en adelante empiece, digamos, a llover hacia arriba por ley, que llueva hacia arriba, entonces el tema, el trabajo de nosotros es poder explicarles por qué no es posible hacer eso y más bien, por ejemplo, reorientar las iniciativas, de eso se trata.

Entonces, le digo esto porque hasta hace algunos momentos estuve conversando con representantes de medios de comunicación, algunos de ellos extranjeros y veían con preocupación ¿y ustedes qué van a hacer frente a las iniciativas del Congreso?, que implican exoneraciones, que implican perforaciones fiscales, ¿qué van a hacer frente a eso? Entonces, la idea es un mensaje de tranquilidad; o sea, el Congreso propone los proyectos de ley y nuestro trabajo es conversar con ellos de manera alturada, de tal manera de llegar a consensos.

Y en ese sentido, por ejemplo, creo que todos ustedes más o menos se habrán dado cuenta que en las últimas semanas se ha mejorado la coordinación, por ejemplo, con la Comisión de Economía, que al principio teníamos bastantes dolores de cabeza, pero ahora hay una mayor fluidez, es cierto, hay algunas cositas que surgen por ahí, por ejemplo, un proyecto de ley presentado para ampliar el plazo de acogimiento al Resit.

Nosotros hemos dicho de que ese plazo culmina el día de hoy porque sino otra vez se genera la expectativa de más flexibilizaciones, de nuevos cambios y ese cambio en las expectativas hace sencillamente que los deudores tributarios se inhiban de pagar esperando ver qué sucede, pero forma parte del trabajo.

Yo creo que eso no debe ser motivo de alarma, o será porque estamos un poco ya curtidos o acostumbrados en todos estos meses que hemos tenido un curso muy intensivo de tolerancia, de conversación, de diálogo, en donde prácticamente ya no nos entran balas. Entonces, la idea es conversar, yo creo que sobre la base de la conversación se puede llegar a consensos.

Luego tenemos lo que es la prudencia en el gasto público, eso evidentemente está implícito cuando estoy señalando de que estamos buscando generar superávit primarios en los próximos años.

Ahora, esto es a nivel macro, quisiera enfatizar mucho en este tema de la reforma tributaria, porque yo no creo que se pueda hablar de política fiscal cuando se concentra esto en la magnitud del gasto o en la eficiencia del gasto. Yo creo que cuando se habla de la política fiscal también tenemos que hablar de lo que son los ingresos y definitivamente nosotros en el Ministerio estamos muy conscientes de la necesidad de apuntalar los ingresos fiscales.

Luego, el tema de la gerencia de deuda pública, que creo que es un tema que cuando nosotros llegamos había sido bastante dejado o abandonado, vamos a decirlo así, en el Ministerio.

Entonces, hay un tema que es el reforzamiento de las capacidades institucionales, lo que nosotros estamos pensando hacer es potenciar en términos de medios materiales y capital humano, por ejemplo, lo que es la Dirección General de Crédito Público y la Dirección General del Tesoro Público.

Creemos que se tiene que ser mucho más proactivo respecto a las oportunidades que ofrece un adecuado manejo, una adecuada gerencia en lo que es, por ejemplo, el tema de deuda cuando hablamos, sobre todo pensando en periodos de un año a más, y esto es injerencia de la Dirección General de Crédito Público o cuando hablamos de lo que es el manejo en periodos menores a un año, que es el manejo de tesorería que está a cargo de la Dirección General del Tesoro Público. Entonces, un tema sobre el cual vamos a incidir mucho es por el lado de potenciar las capacidades de estas dos direcciones que son estratégicas.

Luego, desarrollar esquemas de canje de deudas por deudas. ¿Esto qué significa concretamente? Lo que significa es continuar con las operaciones de canje de deuda para apoyo social, que es la deuda concesional con el Club de París.

Recientemente se han suscrito con el gobierno de Italia un acuerdo por 125 millones de dólares que consiste en destinar el servicio de deuda de los próximos 5 años, a desarrollar proyectos de desarrollo social en las regiones más pobres del país.

Igualmente se encuentra en su fase final un acuerdo de 7 millones con España de dólares, otro de 12 millones de dólares con Estados Unidos y a la fecha se está renegociando un acuerdo de 5 millones de dólares con Francia. Estos acuerdos si bien en la práctica no modifican el perfil del servicio de deuda, al destinar los pagos al desarrollo de proyectos en el país tienen el mismo efecto que se busca al disminuir el servicio de deuda, puesto que se destina mayores recursos a proyectos y programas de lucha contra la pobreza.

Luego, tienen ustedes desarrollar esquemas, perdón, operaciones de cobertura de riesgo. Esto de las operaciones de cobertura de riesgo, como ya lo mencioné, está asociado, por ejemplo, a poder cubrirnos frente a las fluctuaciones cambiarias cuando hablamos de deuda que está establecida en distinto tipo de monedas, pero también a fluctuaciones de lo que es la tasa de interés.

Entonces, también se está planificando desarrollar acciones específicas un poco para reducir los márgenes de vulnerabilidad respecto a estas dos variables.

Luego, otro tema es desarrollar el mercado de deuda soberana en el mercado de capital local y aquí hay un tema, y es por qué hay una mayor, hasta cierto punto una mayor dinámica en términos de lo que es endeudamiento en el mercado interno, y algunos comentaristas lo ven esto con preocupación.

Hay una ventaja importante y una ventaja importante es que hay un calce entre lo que son los ingresos del Estado y lo que son los pasivos del estado cuando entramos en un esquema, por ejemplo, de endeudamiento en el mercado interno, eso obviamente tiene que hacerse dentro de determinados límites. Por eso que nosotros tenemos un techo de mil 800 millones de soles para este año, pero estamos hablando de un techo, aquí el tema es si los ingresos por privatización, por ejemplo, se recuperan puede ser perfectamente posible que ni siquiera se logre, o sea, se coloquen esos mil 800 millones.

Es más, la prueba efectiva de que tenemos márgenes en términos de financiar nuestras obligaciones regulares es que ustedes habrán visto que han habido períodos en los cuales el Tesoro Público no ha salido a emitir bonos, a pesar de estar cronogramado no ha salido, o si ha salido lo ha hecho por cantidades inferiores a las preanunciadas.

Es más, recientemente ha salido una norma donde se relativiza esto; o sea, la idea aquí es señalar que no es verdad que hay una inminencia de una crisis fiscal ni nada que se le parezca; o sea, hay márgenes de maniobra y estos todavía están en términos razonables.

Y bueno, también otro tema dentro de lo que es el mercado de capital local es obviamente y este es un reto importante, es la existencia de un mercado secundario para lo que son los papeles.

Luego tenemos el prepago de deudas, deudas comerciales y de organismos internacionales, esto básicamente es un proyecto que considera, esto está todavía en plan de análisis, que básicamente se refiere a las obligaciones que se tienen con las multilaterales y que se evaluaría la posibilidad de emitir bonos en el mercado externo. Pero esto todavía está sujeto a evaluación por un monto igual a las deudas con estos organismos, que ya se encuentran en período de pago de principal, y que su plazo restante sea inferior a los 8 años. Esto permitiría disminuir el pago de principal de una manera importante, aunque esta iniciativa todavía está en proceso de estudio en el Ministerio.

Luego tenemos la continuación de las operaciones de canje de deuda para apoyos sociales, deuda concesional con el Club de París, me referí eso antes. Esto canje de deudas por deudas, hay una confusión, aquí la idea básicamente es que muchas de las deudas que tienen proveedores, en el mercado financiero hay deudas del país provenientes del Club de París y proveedores que han sido adquiridos por inversionistas financieros, pero tienen poca liquidez estas deudas, entonces existirá la posibilidad de

canjearlas por otro instrumento financiero que otorgue liquidez al inversionista.

La ventaja para el Perú sería que en este intercambio sería por un monto descontado y con eso se podría generar un nuevo perfil de vencimientos que favorezca al Perú. Entonces, esto es lo que se refiere al canje de deudas por deudas y más bien lo que referí al principio, de deudas concesionales, está puesto en el penúltimo rubro.

Y luego suscribir acuerdo de canje de deudas por inversión, deuda comercial con el Club de París, creo que también eso es un procedimiento más o menos conocido, aquí la idea, digamos, es que los recursos que sirven para poder cubrir el servicio de deudas sean aplicados a proyectos de inversión.

Entonces, como ustedes pueden ver hay algunas cosas que en específico se está pensando hacer para ver este tema específico de lo que es deuda. Ciertamente esto es una especie de listado inicial que puede ser objeto de debate y por qué no de críticas, pero yo creo que hay un elemento importante y ahora sí con esto concluyo.

Es válido el hecho de hacer observaciones a la manera de cómo se hacen las cosas, pero yo creo que en el momento en que nos encontramos, y con esto no quiero ser tremendista, pero creo que en el momento en que nos encontramos yo creo que a la crítica debería de estar anexada, digamos, la parte propositiva.

Creo que por el lado del propio Ministro de Economía, inclusive modestamente del propio hay la total disposición para poder conversar respecto a cursos de acción por desarrollar. El tema es que si solamente la cosa queda en la crítica y no hay ninguna propuesta de por medio, lamentablemente este tema de las expectativas adversas se refuerzan y muchas veces, como ya lo he comentado durante esta exposición, algunas de esas críticas a veces solamente toman información parcial, o a veces, digamos, una anticipación innecesaria respecto al curso de acción.

Muchas gracias.

(Aplausos.)

El señor PRESENTADOR.— Bueno, en primer término para agradecer vuestra paciencia damas y caballeros.

En realidad valía la pena escuchar a nuestro Viceministro Kurt Burneo, a fin de que nos exprese el tema sobre la deuda externa y el manejo económico de gobierno.

Con estas palabras terminamos este fórum por esta etapa y anunciamos que la segunda etapa será el 12 de junio. Está pendiente, dado que van a participar el ex Presidente Alan García, la doctora Lourdes Flores y algunos expositores también importantes, posiblemente tengamos que ver otro auditorio que próximamente les anunciaremos.

Agradecemos vuestra presencia y nuevamente agradecer la brillante exposición al doctor Kurt Burneo.

Mucha gracias.

—*Fin de la grabación.*