

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Desarrollo Económico y Social*
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Cooperación y Servicios de Apoyo*
Robert T. Brown

Secretario Técnico
Adolfo Gurrieri



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1986

SUMARIO

Reactivación y desarrollo: el gran compromiso de América Latina y el Caribe. <i>Secretario Ejecutivo de la CEPAL, Sr. Norberto González.</i>	7
El alivio del peso de la deuda: experiencia histórica y necesidad presente. <i>Carlos Massad</i>	17
Del ajuste recesivo al ajuste estructural. <i>Lucio Geller y Víctor Tokman.</i>	37
La deuda externa y la reforma del sistema monetario internacional. <i>Arturo O'Connell.</i>	55
Origen y magnitud del ajuste recesivo de América Latina. <i>Richard L. Ground.</i>	73
Una vuelta de la página en las relaciones entre América Latina y las comunidades europeas. <i>Elvio Baldinelli.</i>	91
La división internacional del trabajo industrial y el concepto centro-periferia. <i>Kimmo Kiljunen.</i>	103
Los servicios: un vínculo inquietante entre América Latina y la economía mundial. <i>Francisco Javier Prieto.</i>	125
La transferencia de tecnología en el sector minero: opciones para el Organismo Latinoamericano de Minería (OLAMI). <i>Michael Nelson.</i>	147
El papel del sector público y de las empresas transnacionales en el desarrollo minero de América Latina. <i>Jan Křákal.</i>	155
El desarrollo de la minería con relación al origen del capital. <i>Patricio Jones.</i>	175
Nuevas orientaciones para el desarrollo de los recursos mineros. <i>Rolando Sanz Guerrero.</i>	187
Lista de publicaciones de la CEPAL	217

El alivio del peso de la deuda: experiencia histórica y necesidad presente

*Carlos Massad**

El rápido crecimiento de la deuda externa latinoamericana a partir de mediados de los años setenta responde, tanto a factores de demanda como de oferta, que ponen de manifiesto la corresponsabilidad de acreedores y deudores. Dicha corresponsabilidad, sin embargo, no se refleja en la distribución entre ambos del peso de la deuda. Esta ha provocado un cambio no sólo en la magnitud sino también en la dirección de los flujos netos de recursos reales entre la región y el resto del mundo. En efecto, entre 1960 y 1980 los países de la región fueron receptores de una transferencia neta anual de recursos reales desde el exterior equivalente a alrededor del 1% de su producto geográfico bruto, pero desde la primera mitad del decenio de 1980 estos países aportaron al resto del mundo alrededor de un 4% de su producto geográfico bruto por año. Si bien las cifras varían de país a país, la tendencia general se mantiene entre ellos.

Pese a esta fuerte transferencia de recursos reales al exterior, el problema de la deuda externa no parece resolverse. La deuda continúa creciendo, aunque lentamente y las exportaciones, y también el producto, permanecen relativamente estancadas después de haber caído violentamente en 1982/1983, en parte como consecuencia de los propios esfuerzos de ajuste hechos para cumplir los compromisos externos en un contexto de recesión económica mundial y de retracción de los mercados financieros internacionales.

El autor divide el artículo en cuatro secciones. En la primera examina el peso del servicio de la deuda, comparando la experiencia de los años treinta con la de los ochenta, y presenta un modelo de simulación que permite evaluar distintas evoluciones de dicho servicio y sus efectos. Más adelante, describe las opciones de solución y las propuestas concretas que se han formulado, para finalizar con algunas consideraciones sobre el papel que representa el sistema monetario y financiero internacional.

*Coordinador del Proyecto PNUD/CEPAL sobre "Implicaciones para América Latina de la situación del sistema monetario y financiero internacional". El autor agradece la colaboración de Daniel Titelman y los comentarios de Gert Rosenthal y Roberto Zahler.

I

El peso de la deuda y el ajuste

1. *¿Ajuste expansivo o ajuste recesivo?*

La transferencia continuada de recursos reales al exterior disminuye los recursos disponibles para el consumo y la inversión internos y obliga a un excedente equivalente del ahorro sobre la inversión. Es este excedente precisamente lo que se transfiere al exterior.

Para efectuar la transferencia, esos recursos deben convertirse en recursos transferibles, lo que se logra mediante la generación de un excedente equivalente de exportaciones sobre importaciones. Así, el excedente de ahorro sobre inversión tiene su contrapartida en el sector externo.

Desde el punto de vista del empleo y de la actividad económica, la combinación ideal de circunstancias sería aquella en que se genera el excedente necesario mediante aumento de ahorro y se transforma en recursos transferibles al exterior mediante un incremento de las exportaciones y sustitución eficiente de importaciones. De este modo, se lograría realizar la transferencia manteniendo un nivel elevado de actividad y de empleo y sin sacrificar la inversión. El costo de la transferencia en términos de bienestar no desaparece, puesto que una parte de los bienes y servicios producidos mediante la utilización de los recursos disponibles ha de ser transferida al exterior. Sin embargo, ese costo se minimizaría al desaparecer los problemas vinculados al desempleo y a la reducción del potencial de crecimiento.

En la realidad el excedente por transferir se generó mediante una violenta caída de la inversión, y su conversión a recursos transferibles se produjo mediante una extraordinaria reducción de las importaciones, el empleo y el nivel de actividad económica. La contracción de las importaciones debió crear el espacio macroeconómico necesario no sólo para transferir al exterior los recursos reales involucrados en el pago del servicio de la deuda sino además para acomodar una caída en el nivel de las exportaciones latinoamericanas. Esta caída queda explicada por el deterioro sin precedentes de los términos del intercambio y de los precios de la abrumadora mayoría de los productos que exporta la región.

Así, las importaciones latinoamericanas, a precios constantes, se redujeron en un 40% desde sus niveles máximos de 1981 y mostraban en 1985 niveles inferiores a los registrados en 1974. El producto geográfico bruto por habitante en 1985 era 9% inferior al de 1980 y la caída en el ingreso nacional por habitante, que toma en cuenta el efecto negativo de los términos del intercambio y de los pagos de servicios factoriales (principalmente utilidades e intereses) al exterior, era mucho mayor todavía.

La violencia del proceso de ajuste y el alto costo que los países han estado dispuestos a pagar para mantener la normalidad, hasta donde sea posible, en el servicio de su deuda externa, revelan el interés de los gobiernos de América Latina en mantener una relación de largo plazo con los mercados financieros en el exterior. Los gobiernos no han sido partidarios de las soluciones de carácter rupturista y la acción unilateral sólo ha ocurrido en forma aislada y a falta de otras opciones.

Los acontecimientos de 1985 y del primer semestre de 1986 han contribuido a agravar el problema de la deuda por lo menos en dos aspectos: el problema se ha concentrado en un número menor de países, pero su magnitud no se ha reducido; y la tasa de crecimiento de la economía mundial no parece alcanzar niveles satisfactorios ni siquiera después de la caída de los precios del petróleo. Además, los términos del intercambio, excluido el petróleo, no muestran recuperación pese a la brusca devaluación del dólar en los mercados internacionales. Parece que el transcurso del tiempo no contribuye a resolver el problema, salvo en la medida en que permite a los acreedores fortalecer su posición patrimonial (mediante provisiones y aumentos de capital) para afrontar mejor la situación de riesgo de su cartera. También el tiempo podría permitir que ciertas políticas de ajuste adoptadas por los países deudores mostraran su efecto, pero las consecuencias sobre la economía mundial y los términos del intercambio de muchos países, que ajustan al mismo tiempo y en la misma dirección, no permiten esperar mucho de este último efecto.

2. El peso del servicio de la deuda

Si bien las tasas de interés nominales aplicables a la deuda son hoy la mitad de lo que fueron en 1981, el continuo aumento del volumen de ésta,

así como el deterioro persistente de los términos del intercambio, hacen que el peso del servicio de la deuda continúe incrementándose. Para un país que hubiese experimentado un deterioro en su relación del intercambio similar al del conjunto de los países no exportadores de petróleo de América Latina, entre 1980 y 1984 el costo de pagar un dólar de intereses expresado en recursos reales se habría incrementado en 50%. Esto quiere decir que si en 1980 se requería sacrificar cien unidades de bienes transables en el servicio de la deuda, a fines de 1984 era necesario sacrificar 150 unidades para el mismo servicio (Massad, 1986a). En 1985, la situación fue aún peor, ya que la reducción de los intereses no alcanzó a compensar una nueva caída de los términos del intercambio.

Dos elementos son decisivos en este resultado: las tasas de interés y otros costos aplicables a la deuda externa, y la variación de los términos del intercambio. El comportamiento de ambos queda en gran parte fuera del margen de influencia de los países deudores individuales. Estos, sin embargo, ejercen colectivamente una influencia no buscada, ni deseada por ellos, sobre los términos del intercambio. Sus esfuerzos simultáneos por incrementar sus exportaciones, sobre todo de productos primarios, en una economía mundial que crece con lentitud se traducen en un efecto depresivo sobre los precios de esos productos lo que agrava, sin quererlo, su propio problema de financiamiento externo (Massad, 1984). Este efecto acaba de ser reconocido internacionalmente (BPI, 1986; JEC, 1986).

3. Los años treinta y los ochenta

Desde el punto de vista del empleo y de la actividad económica, particularmente en América Latina, la crisis de los años ochenta muestra características tanto o más graves que la gran crisis de los años treinta. Los términos del intercambio en los países no exportadores de petróleo de América Latina y el Caribe en 1985 eran aún más desfavorables que los registrados en cualquier año de la gran crisis mundial. Para el conjunto de los países de la región los términos del intercambio de 1985 eran superiores sólo en 4% al promedio registrado entre 1930 y 1937 (cuadro 1 y gráficos 1 y 11). Durante la gran crisis mundial el grueso de la deuda estaba constituido por colocaciones de bonos en el exterior para los cuales existía un mer-

cado. Cuando la crisis redujo radicalmente la capacidad de pago al exterior de los países deudores y éstos se vieron obligados a suspender del todo o en parte sus pagos de deuda, el precio de los bonos en el mercado se desplomó. En 1939, por ejemplo, siete años después del peor momento de la crisis, los bonos sudamericanos con atraso de pagos se cotizaban a un 14% de su valor nominal; los centroamericanos a un 30% y los de las Indias Occidentales a un 46% de su valor. Entre 1935 y 1939 Chile adquirió bonos de su propia deuda por un valor nominal de 88 millones de dólares de la época mediante el pago de alrededor de 13 millones de dólares, es decir, pagó 15 centavos por cada dólar de deuda (Feuerlein y Hanna, 1941). Esta reducción de la deuda representaba una reducción de un tercio del total de la deuda chilena en bonos expresados en dólares en 1935.

Cuadro I
AMÉRICA LATINA:
TERMINOS DE INTERCAMBIO 1930-1985
(Índices 1970 = 100)

	América Latina Total ^a	Países no exportadores de petróleo ^b
1930	102.4	95.3
1931	82.7	78.1
1932	89.5	83.2
1934	82.7	79.0
1935	93.3	89.6
1936	95.7	93.1
1937	100.3	97.0
1938	94.1	89.9
1939	93.3	80.5
1940	90.8	86.4
1941	94.5	90.6
1942	94.8	93.4
1943	99.3	93.5
1944	106.2	103.3
1945	102.9	100.9
1946	118.1	117.2
1947	121.0	118.3
1948	122.0	110.2
1949	114.8	103.1
1950	135.9	114.9
1951	135.4	118.8
1952	117.4	99.2
1953	129.2	109.2
1954	125.8	109.9
1955	123.1	99.1
1956	124.5	100.4
1957	130.6	99.8
1958	119.3	92.4

	América Latina Total ^a	Países no exportadores de petróleo ^b
1959	109.3	88.3
1960	106.4	90.6
1961	104.4	89.9
1962	98.8	85.8
1963	98.7	88.9
1964	100.4	96.4
1965	95.6	92.8
1966	95.8	93.7
1967	94.3	91.0
1968	95.2	91.3
1969	96.7	96.2
1970	100.0	100.0
1971	97.4	91.8
1972	100.0	96.2
1973	113.4	107.1
1974	131.4	97.8
1975	113.8	84.9
1976	118.9	90.6
1977	125.8	98.4
1978	112.7	88.2
1979	116.8	84.2
1980	119.7	79.4
1981	110.2	71.0
1982	99.8	65.0
1983	94.3	65.0
1984	99.3	68.8
1985 ^c	96.9	66.1

Fuente: 1930-1949: CEPAL (1977).
1950-1985: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

^a Incluye 19 países.

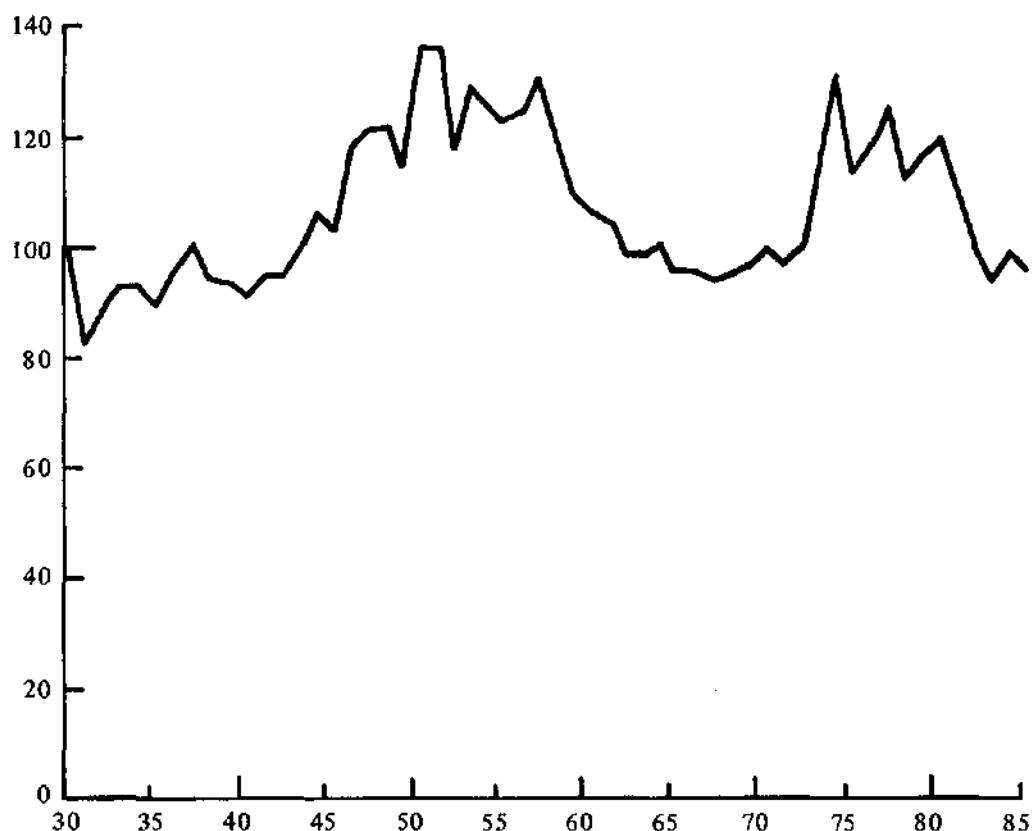
^b Excluye México, Venezuela, Ecuador.

^c Preliminar.

Aplicando este mecanismo, y la suspensión total o parcial del pago del servicio de la deuda, se distribuía el peso de ésta entre acreedores y deudores. En la crisis de los años ochenta los casos de incumplimiento son aislados y el peso del servicio de la deuda, salvo casos sin importancia, no ha tenido alivio para el deudor en relación con las condiciones de mercado. La deuda es principalmente bancaria y las utilidades de los mayores bancos acreedores han crecido constantemente durante todo el período. Las excepciones (principalmente Bank of America) no tienen relación con la cartera de préstamos a los países en desarrollo sino más bien con la situación económica interna de algunos sectores y empresas de los Estados Unidos (JEC, 1986).

Durante la crisis de los treinta se lograron acuerdos entre acreedores y deudores que reducían el capital de la deuda y rebajaban los intere-

Gráfico 1
 AMERICA LATINA^a: INDICE DE TERMINOS DEL INTERCAMBIO, 1930-1985
 (1970 = 100)



Fuente: 1930-1949: CEPAL (1977); 1950-1985: CEPAL, sobre la base de información oficial.

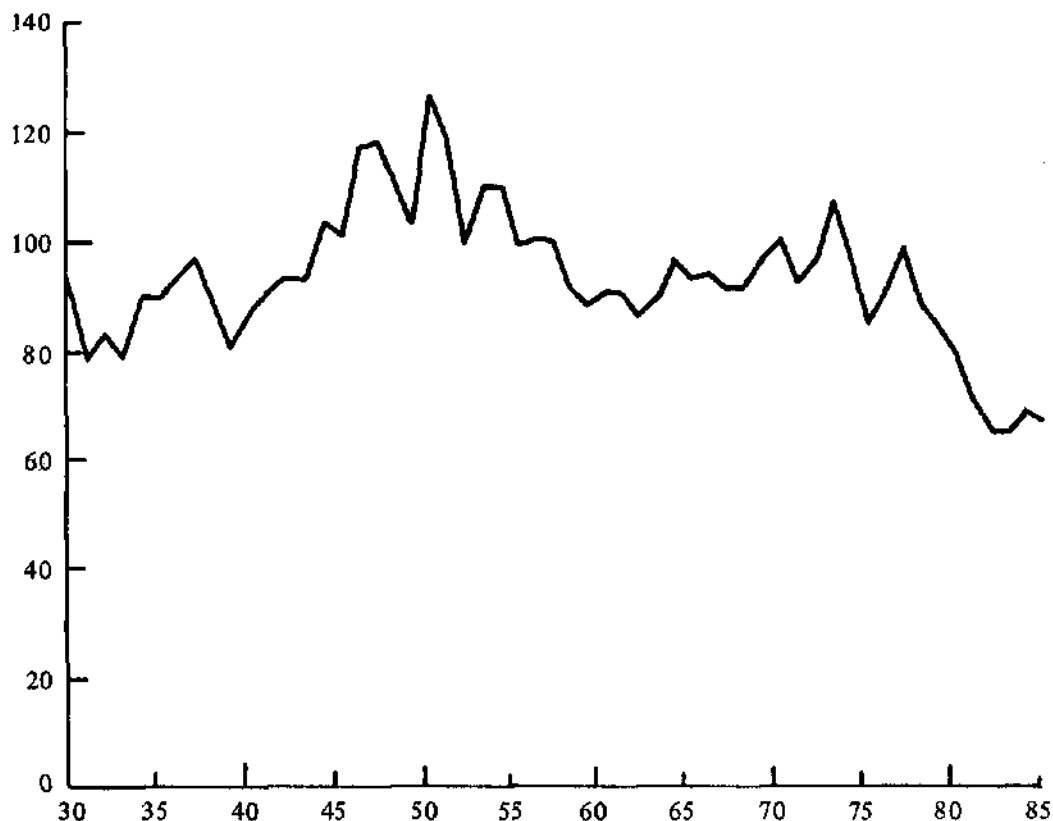
^a Incluye 19 países.

ses muy por debajo de los del mercado, además de extender el plazo. Acuerdos de esa naturaleza no se han logrado en la crisis de los ochenta. Muy por el contrario, la transferencia de recursos reales al exterior por parte de los países deudores de América Latina ocasionada por el pago de intereses de su deuda, como proporción de sus exportaciones, excede con mucho incluso las efectuadas por Alemania tras el Tratado de Versalles con motivo tanto del pago de las reparaciones de guerra como del pago de intereses de su deuda externa y las remesas de utilidades.

En efecto, la suma de utilidades e intereses netos y reparaciones de guerra pagados al exterior no llegó nunca al 25% de las exportaciones alemanas, ni aun en lo peor de la gran crisis. En el caso de América Latina, en cambio, el pago de intereses y utilidades bordeó el 40% de las exportaciones de bienes de 1982 en adelante. Aún más,

cuando en 1931 en Alemania tales pagos, incluidas las reparaciones de guerra, llegaban al 23% de las exportaciones (y al 36% de ellas si se agrega la salida de capitales desde Alemania), una comisión especial del Banco de Pagos Internacionales (BPI), encargada de asesorar al Banco en la observación del pago de las reparaciones, determinó en 1931 que Alemania tenía razón al declarar la imposibilidad de cumplir con parte importante de dicha obligación (Haberler, 1950). En el año siguiente, los pagos de reparaciones de guerra cayeron en un 84% hasta desaparecer completamente en 1933. Por lo demás, durante el período de mayores pagos de reparaciones, Alemania fue una receptora neta de recursos financieros desde el exterior: entre 1924 y 1932 los ingresos netos de capital en Alemania superaron en un 20% a la suma de los pagos de intereses, utilidades y reparaciones de guerra (cuadro 2).

Gráfico 11
 AMERICA LATINA^a: PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO: TERMINOS DEL INTERCAMBIO
 1930-1985
 (1970=100)



Fuente: 1930-1949: CEPAL (1977); 1950-1985: CEPAL, sobre la base de información oficial.

^a Excluye México, Venezuela y Ecuador.

Cuadro 2
 ALEMANIA: PAGOS CORRIENTES E INGRESO NETO DE CAPITALS 1924-1932
 (Miles de millones de marcos)

Años	1 Export. de mercaderías	2 Reparaciones de guerra	3 Intereses ^a y utilidades	4 Ingresos ^b de capitales	5 2 + 3	6 5/1	7 4 - 5	8 7/1
1924	7.8	0.3	-0.2	3.1	0.1	0.01	3.0	0.38
1925	9.6	1.1	—	3.5	1.1	0.11	2.4	0.25
1926	10.7	1.2	0.2	1.1	1.3	0.12	-0.2	-0.02
1927	11.1	1.6	0.3	5.3	1.9	0.17	3.4	0.31
1928	12.6	2.0	0.6	3.8	2.5	0.20	1.3	0.10
1929	13.7	2.5	0.8	3.2	3.3	0.24	-0.1	-0.01
1930	12.2	1.7	1.0	1.0	2.7	0.22	-1.7	-0.14
1931	9.6	1.0	1.2	-1.3	2.2	0.23	-3.5	-0.36
1932	5.8	0.2	0.9	-0.2	1.1	0.19	-1.3	-0.22

Fuente: Elaborado sobre la base de datos recopilados por la Sociedad de las Naciones (1945 b).

^a Intereses y utilidades netas remesados al exterior. Signo menos indica ingreso neto.

^b Incluye saldo neto de otros servicios, ingreso neto de capitales y errores y omisiones. Estos últimos representan principalmente movimientos de capitales no registrados. Signo menos indica salida neta.

Los bancos comerciales acreedores de América Latina han llegado a acuerdos con algunas empresas cuya deuda no está garantizada por el Estado para reducir el capital y aliviar el pago de intereses. Sin embargo los montos involucrados son muy pequeños en relación con la deuda total (no alcanzan al 1%) como para que esos acuerdos tengan alguna significación a nivel macroeconómico.

4. *El peso de la deuda y el crecimiento: un modelo de simulación*

Con el propósito de evaluar el orden de magnitud de los esfuerzos que deben realizar los países deudores con el fin de cubrir sus obligaciones de deuda en un contexto de crecimiento, se utilizó un modelo (véase el anexo) que relaciona la tasa de crecimiento de la deuda con la tasa de interés externa, la relación deuda-producto y el desequilibrio comercial externo (o la diferencia entre ahorro e inversión) (Massad 1985; Massad 1986b).

La utilización del modelo exigió estimar la inversión necesaria para un crecimiento del producto de 4% por año, cifra que se considera como una meta mínima. La tasa de inversión requerida para crecer al 4% como promedio para el conjunto de los siete países estudiados, resultó ser 23% del producto. Sin embargo, para propósitos de la simulación se utilizó una tasa inferior, de 20% del producto, considerando que por estar los países en una situación de capacidad ociosa y desempleo relativamente alto, sería posible crecer con menor inversión que la requerida como promedio para períodos largos. Un estudio más afinado podría intentar estimar los requisitos de inversión de carácter cíclico.

También fue necesario estimar elasticidades-ingreso de la demanda de importaciones. Las estimaciones conocidas se refieren a elasticidades medias para períodos largos y no permiten evaluar lo que es probable que ocurra con las importaciones cuando el producto cae o crece con cierta rapidez. De allí que se haya procedido a estimar elasticidades cíclicas que resultaron muy superiores a las elasticidades medias, o tendencias, que se calcularon también con fines de comparación. Estas últimas coinciden con las estimadas en otros trabajos.

Los cálculos se hicieron país por país para

siete países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela. Utilizando los resultados de las estimaciones mencionadas se prepararon tres conjuntos de simulaciones para distintos niveles relativos de endeudamiento: alto, que corresponde a una deuda igual al producto; medio, definido como una deuda externa igual al 70% del producto; y bajo, en el que la deuda representa un 50% del producto interno bruto.

Para cada uno de estos tres niveles de endeudamiento se utilizaron cinco tasas distintas de interés real sobre la deuda y tres tasas de crecimiento real de la deuda. Se simularon cuatro períodos anuales consecutivos, y los resultados se promediaron para obtener las cifras que aparecen en los cuadros 3, 4 y 5. Los promedios ocultan un salto que se produce en el primer año del ejercicio, al ajustarse las tasas de ahorro a los niveles requeridos. En algunos casos el saldo es tal que no parece posible lograrlo en la práctica, con lo que el nivel de la deuda debería crecer más que lo supuesto.

Para los países con endeudamiento alto (cuadro 3), si la deuda nominal en dólares crece al 3% por año y si la tasa de interés externa que incluye todos los costos de la deuda, fuese del 10% por año, se requeriría un ahorro interno equivalente al 27% del producto y una tasa de crecimiento real de las exportaciones del 18% por año en promedio en los cuatro primeros años de ejercicio, lo cual es evidentemente difícil de lograr. Con una tasa de interés del 4% por año el ahorro necesario para crecer al 4% se reduce a 21% del producto (para un crecimiento de la deuda de 3% por año) y las exportaciones tendrían que crecer a una tasa de 13% anual en promedio.

La mejor de todas las situaciones simuladas se da, para todos los países, con 7% de crecimiento de la deuda y con una tasa de interés sobre la deuda de un 4% por año. El ahorro requerido es del orden de 17 a 18% del producto y la tasa de crecimiento real de las exportaciones de reduce a 8% - 9% por año. Si bien la tasa de ahorro es similar a la registrada en años recientes, la tasa de crecimiento de las exportaciones requerida es muy superior a la que se dio en la práctica.

A juzgar por la información disponible, no parece probable que la deuda externa pueda crecer al 7% nominal por año. Aun si lo hiciera ello

Cuadro 3
D/Y = 1

i	$\frac{I}{Y}$	$\frac{AMI^a}{Y}$	$\frac{AME^b}{Y}$	$\frac{AMX^c}{Y}$	$\frac{\Delta IM}{M}$	$\frac{\Delta EXMI^a}{EX}$	$\frac{\Delta EXME^b}{EX}$	$\frac{\Delta EXMX^c}{EX}$	$\frac{TRMI^{ad}}{Y}$	$\frac{TRME^b}{Y}$	$\frac{TRMX^c}{Y}$
0.12	0.20	0.25	0.29	0.32	0.11	0.16	0.20	0.23	0.05	0.09	0.12
0.10	0.20	0.23	0.27	0.30	0.11	0.14	0.18	0.21	0.03	0.07	0.10
0.08	0.20	0.21	0.25	0.28	0.11	0.12	0.16	0.19	0.01	0.05	0.08
0.06	0.20	0.19	0.23	0.26	0.11	0.10	0.14	0.17	-0.01	0.03	0.06
0.04	0.20	0.17	0.21	0.24	0.11	0.08	0.15	0.13	-0.03	0.01	0.04

Cuadro 4
D/Y = 0.7

i	$\frac{I}{Y}$	$\frac{AMI^a}{Y}$	$\frac{AME^b}{Y}$	$\frac{AMX^c}{Y}$	$\frac{\Delta IM}{M}$	$\frac{\Delta EXMI^a}{EX}$	$\frac{\Delta EXME^b}{EX}$	$\frac{\Delta EXMX^c}{EX}$	$\frac{TRMI^{ad}}{Y}$	$\frac{TRME^b}{Y}$	$\frac{TRMX^c}{Y}$
0.12	0.20	0.23	0.26	0.29	0.11	0.14	0.17	0.20	0.04	0.06	0.09
0.10	0.20	0.22	0.25	0.27	0.11	0.13	0.16	0.18	0.02	0.05	0.07
0.08	0.20	0.20	0.24	0.26	0.11	0.11	0.15	0.17	0.01	0.04	0.06
0.06	0.20	0.19	0.22	0.24	0.11	0.10	0.13	0.15	-0.01	0.02	0.04
0.04	0.20	0.18	0.20	0.22	0.11	0.09	0.11	0.13	-0.02	0.01	0.02

Cuadro 5
D/Y = 0.5

i	$\frac{I}{Y}$	$\frac{AMI^a}{Y}$	$\frac{AME^b}{Y}$	$\frac{AMX^c}{Y}$	$\frac{\Delta IM}{M}$	$\frac{\Delta EXMI^a}{EX}$	$\frac{\Delta EXME^b}{EX}$	$\frac{\Delta EXMX^c}{EX}$	$\frac{TRMI^{ad}}{Y}$	$\frac{TRME^b}{Y}$	$\frac{TRMX^c}{Y}$
0.12	0.20	0.22	0.24	0.26	0.11	0.13	0.15	0.17	0.02	0.04	0.06
0.10	0.20	0.21	0.23	0.25	0.11	0.12	0.14	0.16	0.01	0.03	0.05
0.08	0.20	0.20	0.22	0.24	0.11	0.11	0.13	0.15	—	0.02	0.04
0.06	0.20	0.19	0.21	0.23	0.11	0.10	0.12	0.14	-0.01	0.01	0.03
0.04	0.20	0.18	0.20	0.22	0.11	0.09	0.11	0.13	-0.02	—	0.02

^a Supone una tasa de crecimiento nominal de la deuda igual a 7% anual.

^b Supone una tasa de crecimiento nominal de la deuda igual a 3%.

^c Supone cero crecimiento nominal de la deuda.

^d Signo negativo significa entrada de recursos del exterior.

- i = Tasa de interés externa (incluye todos los costos de la deuda externa).
- I/Y = Relación inversión / PIB requerida.
- AMI/Y = Relación mínima de ahorro / PIB requerida.
- AME/Y = Relación media de ahorro / PIB requerida.
- AMX/Y = Relación máxima de ahorro / PIB requerida.
- $\Delta IM/M$ = Tasa de crecimiento importaciones.
- $\Delta EXMI/EX$ = Tasa mínima de crecimiento de las exportaciones requeridas.
- $\Delta EXME/EX$ = Tasa media de crecimiento de las exportaciones requeridas.
- $\Delta EXMX/EX$ = Tasa máxima de crecimiento de las exportaciones requeridas.
- TRMI/Y = Transferencias de recursos al exterior / PIB mínima.
- TRME/Y = Transferencia de recursos al exterior / PIB media.
- TRMX/Y = Transferencias de recursos al exterior / PIB máxima.

implicaría un mantenimiento de las relaciones deuda-producto actuales lo que no parece ser una situación deseable como resultado a largo

plazo. Si se supone, por ejemplo, que el crecimiento nominal de la deuda es del orden del 3% anual, los resultados empeoran. En el mejor

los casos se requiere un ahorro interno del 20% del producto y una tasa de crecimiento de las exportaciones de 9-10% por año en términos reales. Cabe recordar que para el conjunto de los países considerados en el estudio la tasa de ahorro sobre el producto en el período de 1981-1985 alcanzó en promedio a un 17% mientras que las exportaciones reales crecieron a una tasa media anual de 5.4%.

Aun la cifra del 3% nominal de crecimiento de la deuda no parece fácil de lograr por lo que se examinó también la situación cuando ésta no crece (cae en términos reales). En este caso, con una tasa de interés de 6% por año, en la mejor de todas las situaciones simuladas (la de deuda relativamente baja) el ahorro requerido es de 23% del producto y el crecimiento real de las exportaciones debería ser del orden del 14% por año en promedio.

Naturalmente, si la tasa de interés en lugar de ser del 6% fuese del 8%, y la deuda se mantuviese constante, los resultados empeoran aún más: en el mejor de los casos se requerirá un ahorro interno del 24% del producto y una tasa de crecimiento real anual de las exportaciones de 15% en promedio.

La elevada tasa de crecimiento de las exportaciones que se requiere en todos los casos, demuestra que la solución "natural" del problema de la deuda depende decisivamente de la expansión de la economía mundial. Si ésta no crece lo suficiente, aumentos de las exportaciones como los señalados son altamente improbables; aún si ellos ocurriesen, sería a costa de efectos negativos adicionales sobre los términos del intercambio.

Los cálculos demuestran la necesidad evidente de buscar fórmulas de aliviar el peso de la deuda que reduzcan el esfuerzo de ahorro y de exportaciones necesario aun en el caso de aquellos países con endeudamiento relativamente bajo.

Estas fórmulas deberían ser tales que permitieran alivio sin costo, es decir, sin consumir recursos de los países deudores. Por sólo tres vías puede lograrse este objetivo: reducción de las tasas de interés reales (o del capital de la deuda), mejoramiento de los términos del intercambio y aumento de la productividad de la inversión. Los dos primeros no dependen de las políticas de los países deudores, al menos a corto plazo; los paí-

ses acreedores tienen en sus manos los instrumentos de política apropiados. El tercero depende esencialmente de las políticas internas de los países deudores, aunque también está vinculado con los precios de los productos que éstos exportan; sólo un cambio favorable en esos precios elevaría rápidamente la productividad de la inversión medida en función de los bienes importables. Otros cambios de la productividad requerirían nuevas inversiones, y aún reformas estructurales, que toman tiempo y demandan un mayor financiamiento. En este sentido, "financiamiento" y "ajuste" no son una alternativa, sino que son términos complementarios.

Una reducción de dos puntos en la tasa de interés alivia el esfuerzo de ahorro en uno a dos puntos porcentuales del producto y reduce entre uno y dos puntos porcentuales la tasa de crecimiento de las exportaciones que se requeriría.

El retorno de las tasas de interés reales a sus niveles históricos de entre 1% y 3% por año o medidas específicas que reduzcan el costo de la deuda a esos niveles, significarían rebajar en dos a cuatro puntos porcentuales del producto el esfuerzo necesario de inversión y también en dos a cuatro puntos la tasa de crecimiento requerida de las exportaciones. Ello parece contribución indispensable de los acreedores para que sea sostenible el esfuerzo de los deudores.

Cabe entonces examinar la naturaleza de las soluciones que pudieran darse al problema de la deuda aligerando el peso de su servicio. La solución del problema de la deuda favorece los intereses de los deudores, pero también favorece a los propios acreedores. Por una parte, mejora la calidad de la cartera de activos de éstos y facilita el retorno a la normalidad del sistema financiero. Por otra, facilita una gestión más normal de la política económica sin las enormes incertidumbres que siempre acompañan las crisis. Por último, permite una mayor tasa de crecimiento en los países deudores cuyas compras de todo tipo a los países acreedores constituyen un elemento no despreciable de dinamismo para la economía de estos últimos. Estudios realizados para los Estados Unidos señalan que acaso la mitad de cualquier disminución en el pago de servicios de la deuda latinoamericana se destinará a compras en ese país (JEC, 1986).

II

Las opciones de solución

Las soluciones destinadas a aliviar el peso de la deuda se basan en cinco premisas (Massad, 1986b):

i. Tanto acreedores como deudores han de compartir la responsabilidad por el rápido crecimiento de la deuda.

ii. La evolución del problema de la deuda hacia una fase aguda es el resultado tanto de factores (combinación de políticas en los países industriales, recesión internacional, comportamiento procíclico del financiamiento externo) ajenos al control de los países deudores, como de las propias políticas de éstos. Sin embargo, el grado de generalidad del problema subraya la importancia de los factores externos.

iii. El ajuste recesivo prolongado de la economía de los países deudores es insostenible.

iv. Como se necesita tiempo para realizar la asignación de recursos necesaria para generar los excedentes requeridos para servir la deuda, ajuste y financiamiento no son enfoques distintos para plantear el problema de la deuda sino que ambos forman parte de la solución.

v. Conviene tanto a los países deudores como a los acreedores lograr una rápida solución de la crisis actual.

Como muestra la experiencia reciente, la reducción de la tasa de interés y el mejoramiento de los términos del intercambio son decisivos para resolver el problema de la deuda. A falta de una solución de mercado apropiada para ambas variables, toda otra solución debe apuntar a una reducción de los pagos de los servicios de la deuda. Hay dos formas de abordar esta cuestión: una mediante una restricción de los pagos de servicios de acuerdo con ciertos criterios de capacidad de pago, como por ejemplo, el total de las exportaciones, el precio de un producto clave de exportación, el total de los ingresos de divisas o el producto interno bruto. La otra forma consiste en una reducción directa, sin acumulación, de los pagos de servicios. Si en la primera forma pudiese acumularse indefinidamente el servicio de la deuda por encima de los límites adoptados, la primera y la segunda serían financieramente equivalentes.

1. *Reducción de los pagos por intereses de la deuda*

Puede reducirse directamente el peso de la deuda ya sea mediante una rebaja de los intereses y otros costos por debajo de las tasas de mercado o mediante una reducción directa del capital de la deuda. Aunque ambos enfoques difieren en términos contables, son, a igualdad de tratamiento tributario, financieramente equivalentes. La reducción de intereses se refleja en el balance de la institución acreedora sólo a través del tiempo (siempre que lo permitan las normas contables), mientras que la reducción en el capital de la deuda debe reflejarse de inmediato, en su totalidad, en las cuentas. Esta diferencia contable puede ser decisiva para la estabilidad de la institución acreedora.

Las normas contables son muy importantes en este aspecto. En los Estados Unidos por ejemplo, las concesiones de intereses deben reflejarse en un cargo contra el capital sólo si la suma de los pagos futuros de capital e intereses llegara a ser inferior al monto del capital vigente al momento de convenirse el tratamiento concesional (JEC, 1986). Esto significa que aún si los intereses y comisiones se reducen a cero, no hay cargo obligatorio contra el capital de la deuda si existe seguridad de que dicho capital será pagado en el futuro. Así, el margen de negociación de intereses para los bancos entre cero y las tasas de mercado está limitado básicamente por la necesidad de mantener una rentabilidad razonable sobre su propio capital.

Los efectos de un alivio en el pago de intereses de la deuda sobre las utilidades de los bancos acreedores no parecen ser abrumadores. Un estudio del Congreso de los Estados Unidos señala que si los pagos por intereses de América Latina se hubiesen reducido en 12 000 millones de dólares en 1985 y si los bancos hubiesen castigado un 1% del valor de sus créditos vigentes con América Latina en ese año, los nueve bancos más importantes de los Estados Unidos habrían mostrado en 1985 utilidades después del pago de impuestos que estarían por encima del nivel al-

canzado en 1984, si estos bancos hubiesen absorbido una parte de la reducción de intereses proporcional a sus créditos con América Latina (JEC, 1986). Cabe señalar que los efectos (descontados los impuestos) sobre las utilidades de los bancos de una reducción de intereses o de una reducción del capital pueden diferir según el tratamiento tributario que corresponda aplicar.

En la medida en que la reducción de intereses mejora la situación económica de los deudores, mejoran también las perspectivas de recuperación del capital por parte de los acreedores. Por ello cuando el compromiso de riesgo con un deudor particular es relativamente pequeño comparado con el total de la cartera de activos de un banco, éste prefiere hacer concesiones de intereses antes que conceder nuevos préstamos al deudor en riesgo; de esta manera se logra mejorar la situación del deudor y fortalecer la posibilidad de recuperación del capital. De acuerdo con opiniones de banqueros comerciales privados de los Estados Unidos, los bancos regionales prefieren esta vía antes que la concesión de dinero "fresco" a los deudores externos.

Numerosas fórmulas se han propuesto para reducir el costo de intereses de la deuda externa. La reducción o eliminación de comisiones y otros recargos es una que ya ha tenido una aplicación limitada en las tres rondas de renegociación realizadas desde 1982. En la primera, tanto el recargo sobre la tasa de referencia como las comisiones se elevaron considerablemente en comparación con sus niveles anteriores a la crisis. El recargo medio llegó en la primera ronda a 2.22% sobre la LIBOR y la comisión media a 1.27% para los doce países que renegociaron. En la segunda ronda, el recargo medio se redujo a 1.77% sobre la LIBOR para el promedio de los siete países que renegociaron en 1983-1984 mientras que las comisiones se redujeron a 0.8%. En la tercera ronda el recargo promedio sobre la LIBOR y las comisiones se redujo aún más llegando a 1.44% y 0.42%, respectivamente. En esta última ronda algunos países negociaron la eliminación completa de las comisiones, pero el recargo sobre la tasa de referencia se mantuvo, incluso muy superior al de antes de la crisis, que en algunos casos estaba muy debajo del 1%.

Gracias a la negociación directa de los deudores con la banca comercial se ha logrado así una reducción en los recargos por intereses y comi-

siones respecto de las elevadas cifras que se registraron en la primera ronda de renegociaciones. Sin embargo, las tasas de interés de referencia se mantienen por encima de sus niveles históricos. En algunos casos de renegociaciones recientes las tasas de referencia tradicionales (LIBOR o Prime) han sido remplazadas por tasas representativas del costo de captación de fondos por parte de los bancos, las que son inferiores a las tasas de referencia tradicionales. La diferencia sin embargo es pequeña y puede representar un alivio en el costo para el deudor de hasta medio punto de porcentaje por año.

Una reprogramación de los pagos de la deuda envuelve separar el pago en moneda nacional de aquél en moneda extranjera. Si los beneficios logrados en la reprogramación no se transmiten en su totalidad al deudor individual, éste mantiene la obligación de disponer, a las fechas originalmente pactadas, de la moneda nacional necesaria para adquirir las divisas con las cuales se pagará finalmente la deuda o su servicio. Así, la reprogramación puede envolver un beneficio fiscal, en la medida en que las autoridades del país deudor exijan de los deudores individuales el pago en la moneda nacional mientras se posterga el pago al exterior en moneda extranjera de acuerdo con la reprogramación. Esto da mayor radio de manobra a la política monetaria interna y puede servir también como mecanismo aplicable en fórmulas destinadas a aliviar el pago de intereses al exterior.

Las fórmulas hasta ahora empleadas no son suficientes para lograr una descarga considerable del servicio de la deuda. Por ello siguen en consideración muchas otras fórmulas, tanto para reducir los pagos comprometidos por intereses como para modificar la naturaleza de esos pagos. Entre las primeras destacan la capitalización automática de intereses a tasas muy por debajo de las vigentes y el pago de los intereses en moneda nacional para ser convertido en divisas con posterioridad.

La capitalización de intereses permitiría regular los pagos anuales de intereses, capitalizando los montos que excedan ciertos límites. De esta manera al mismo tiempo que se aligera el pago por intereses, se introduce un elemento de estabilidad en la balanza de pagos de los deudores al aislar los pagos anuales por intereses de los cambios que puedan ocurrir en las tasas de inte-

rés internacionales. Mecanismos de esta naturaleza constituirían un estabilizador automático en la economía mundial. También contribuirían a distribuir el costo de la capitalización en forma proporcional entre los acreedores.

El pago de los intereses en moneda nacional (indizada de acuerdo con la moneda en la cual se denomina el préstamo) es conceptualmente similar al método anterior, con la diferencia de que en este último caso se prevé la posibilidad de que el acreedor pueda utilizar los fondos acumulados en moneda nacional del país deudor para ciertos usos especificados. Por ejemplo, los recursos acumulados podrían utilizarse para adquirir determinados bienes y servicios o determinados valores u otros activos en el país deudor o también para ser prestados nuevamente en ese país; la conversión de estos fondos en moneda extranjera y el pago correspondiente al exterior quedarían sujetos a fórmulas estipuladas, vinculadas, por ejemplo, con el total de las exportaciones o al valor de las exportaciones de un producto decisivo para la economía correspondiente. También podría manejarse este aspecto de manera de regular los pagos al exterior por intereses y convertirlos en un flujo relativamente constante a través del tiempo.

Cualquiera de las opciones de pago en moneda nacional utilizable internamente, aplicada en forma masiva, tendría sin duda efectos macroeconómicos en el país deudor tanto en términos de presiones inflacionarias como de cambios en la estructura de la propiedad.

2. Reducción del capital de la deuda

Otra manera de reducir los pagos de intereses al exterior es la reducción directa del capital de la deuda. El simple castigo contable de deuda con garantía pública podría provocar consecuencias negativas en el acceso futuro de los deudores al mercado normal, por lo que tal posibilidad sólo cabe considerarla cuando los deudores no esperan recurrir al mercado nuevamente durante un período prolongado. No es éste el caso general de los países latinoamericanos, por lo que las formas de reducción del capital de la deuda para éstos son más limitadas. Existen sin embargo, fórmulas que permiten reducir el capital de la deuda sin afectar el acceso de los deudores al mercado de crédito comercial. Por ejemplo, un

mercado secundario de documentos de deuda como el que se ha estado generando a partir de fines de 1984, permitiría a los deudores adquirir su propia deuda a un valor capital inferior al 100% de la deuda, cuando el mercado la valorice de ese modo.¹ Se sabe de transacciones realizadas a valores que fluctúan entre 60% y 90% del capital de la deuda según los países y algunos de ellos han establecido mecanismos formales para la recompra de su propia deuda con los bancos comerciales (por ejemplo, Chile). Obviamente la reducción del capital de la deuda implica una reducción del pago de intereses. Hasta ahora las operaciones de esta índole representan porcentajes pequeños de la deuda total de los residentes del país en cuestión con los bancos.

También se han planteado propuestas de traspasar activos de la banca comercial a organismos multilaterales, los cuales los adquirirían a valores inferiores a su valor nominal y tomarían a su cargo la tarea de reprogramación de los pagos de los deudores, transfiriendo a éstos el beneficio del menor valor de dichos activos. Estas propuestas tropiezan con la dificultad de que la operación requeriría un aumento del capital de la institución multilateral correspondiente o agotaría márgenes de capital disponibles para préstamos directos de la institución. Por este motivo este tipo de solución no parece constituir una fórmula que permita incrementar la disponibilidad de recursos netos para los deudores. Desde el punto de vista de los acreedores, sin embargo, podría ofrecer un atractivo en la medida en que éstos perciban un grado importante de riesgo generalizado en su cartera actual.

3. La transformación de deuda en participación de capital

Una forma de cambiar la naturaleza del compromiso de pago de intereses que a su vez puede combinarse con la recompra de la deuda, es la transformación de ésta en participación de capital. Al hacerlo, la naturaleza de la obligación se modifica, ya que el pago regular de intereses se

¹ Puede argumentarse que la coexistencia de una deuda valorizada por debajo de su valor nominal y de préstamos nuevos sólo se debe a que estos últimos no son voluntarios. La línea entre nuevos préstamos "voluntarios" e "involuntarios" es bastante difusa.

reemplaza por remesas de utilidades en la medida en que éstas se generen. Como el Estado no garantiza el riesgo comercial de las inversiones, la transformación de deuda en participación de capital significa en la práctica eliminar las garantías públicas que pudiesen estar comprometidas en la deuda. Tal transformación también podría quitar rigidez a los montos anuales de remesas al exterior, ya que las utilidades se generan según el resultado económico de la empresa.

Dadas las magnitudes envueltas, la transformación de deuda en participación de capital, si se hace en forma masiva, podría significar un cambio muy importante en la propiedad del patrimonio nacional, con los efectos políticos consiguientes.

La recompra de deuda y su transformación en participación de capital puede ser un mecanismo que facilite el retorno de capitales nacionales invertidos en el exterior. Si la operación de recompra e inversión envuelve utilidades atractivas, como parece ser el caso en las transacciones realizadas hasta ahora, no sería sorprendente que capitales nacionales en el exterior se vieran atraídos por la oportunidad generada por la recompra de la deuda.

4. *La deuda de fuente oficial*

Los mecanismos de solución señalados son aplicables principalmente a la deuda de fuente privada. En relación con la deuda de fuente oficial, que constituye una proporción relativamente baja de la deuda para el promedio de los países en América Latina, las condiciones de las renego-

ciaciones convenidas no deberían estar limitadas por los mismos criterios de rentabilidad que los correspondientes a los préstamos de la banca comercial. Así ocurre en la práctica al no establecerse en las renegociaciones del Club de París ni comisiones ni recargos sobre ciertas tasas de referencia. Aún más, en renegociaciones recientes los países acreedores han aceptado incluir una reprogramación no sólo de los vencimientos de capital sino también de los intereses (República Dominicana). Sin embargo, muchas instituciones públicas de financiamiento de exportaciones en los países acreedores tienden a limitar sus financiamientos al registrarse una renegociación de vencimientos, actuando así de manera similar a la banca comercial.

Los gobiernos de los países acreedores no están sometidos a las mismas restricciones que la banca comercial para el castigo de ciertos préstamos, aunque las normas al respecto varían de país a país. La cancelación o castigo de deudas por parte de un gobierno acreedor no tiene por qué tener las mismas consecuencias sobre el financiamiento adicional que tienen para los deudores tales castigos en la banca comercial. Lo mismo ocurre en relación con reducciones en los pagos de intereses. Así, en aquellos casos en que se requiera un alivio sustancial en el pago de la deuda la contribución que pudiesen hacer los acreedores oficiales externos puede ser muy importante. En la actualidad un tercio de la deuda externa total latinoamericana proviene de fuentes distintas de los bancos, especialmente instituciones gubernamentales y multilaterales oficiales.

III

Algunas propuestas concretas

1. *La propuesta del Presidente del Banco Interamericano*

El Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, Antonio Ortiz Mena, ha presentado una ingeniosa propuesta. Aunque no se ha elaborado en todos sus detalles, su sentido es refinanciar de manera automática una proporción de los pagos

por intereses de la deuda, y reducir su costo, mediante la transferencia de los montos necesarios por parte de los bancos acreedores a un fondo especial de financiamiento de proyectos de inversión para promover el crecimiento de las exportaciones en los países deudores. El crecimiento de las exportaciones facilitaría más adelante la devolución de los recursos prestados al

fondo especial y de éste a los acreedores originales. Se establecería así una forma de refinanciamiento parcial automático de los intereses por parte de los bancos, condicionado a su utilización en proyectos de expansión de exportaciones (Montagnon, 1985).

2. La iniciativa Baker

El Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James A. Baker, planteó en octubre de 1985 (Baker, 1985) un conjunto de ideas que busca orientar las soluciones al problema de la deuda. El Secretario Baker recoge el planteamiento de los países deudores de que el problema de la deuda sólo puede resolverse en un marco de crecimiento y de cooperación entre acreedores y deudores. Señala que es necesario realizar reformas estructurales encaminadas a liberalizar el comercio y los pagos de los países deudores y a dar en éstos mayor importancia a la iniciativa privada, como condición para acceder a los nuevos préstamos tanto de la banca comercial como de los organismos multilaterales de financiamiento. En el momento de su presentación la iniciativa Baker incluía nuevo financiamiento por unos 10 000 millones de dólares por año durante tres años, 70% de los cuales provendrían de la banca comercial. Esto permitiría un crecimiento nominal de la deuda de los países cubiertos por la Iniciativa de alrededor de un 3% por año.

Esta iniciativa representa el primer planteamiento oficial del Gobierno de los Estados Unidos en que se reconoce la necesidad de una acción gubernamental de los países acreedores para resolver el problema de la deuda. Si bien los organismos multilaterales de financiamiento han inscrito sus operaciones posteriores a la enunciación de la iniciativa Baker en el marco de esta iniciativa, los bancos comerciales hasta mediados de 1986 no habían realizado operaciones en ese marco. Además, el desplome del precio del petróleo a partir de comienzos de 1986 dejó obsoletos los montos involucrados en esta iniciativa (CEPAL 1986).

3. Propuesta del Consenso de Cartagena

Los once países latinoamericanos firmantes del Consenso de Cartagena (Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Perú, Re-

pública Dominicana, Uruguay y Venezuela) han presentado una propuesta de emergencia para las negociaciones sobre el tema de la deuda externa y el crecimiento. La propuesta no plantea una renegociación colectiva de las condiciones de la deuda externa vigente sino que establece la necesidad de generar un ambiente económico internacional apropiado para resolver el problema. Ese ambiente debería incluir una reducción en las tasas de interés hasta sus niveles tradicionales, un aumento en el flujo de financiamiento y el fortalecimiento de los mecanismos internacionales que contribuyan a amortiguar el impacto sobre los países en desarrollo de las fluctuaciones en los términos del intercambio y en las tasas de interés. Los países firmantes han señalado la necesidad de distinguir entre el tratamiento de la deuda ya contraída y el de la deuda nueva que facilite para esta última un tratamiento de mercado, mientras posibilita la aplicación de condiciones más favorables para la deuda pendiente.

La propuesta establece la necesidad de poner fin a las medidas proteccionistas que dificultan la colocación de los productos de los países deudores en los mercados mundiales y pone el acento en la necesidad de establecer un límite a las transferencias netas de recursos como consecuencia del servicio de la deuda que sea compatible con una tasa razonable de crecimiento del PIB. Los países del Consenso han buscado establecer un diálogo entre deudores y acreedores sobre estos temas, que interesan a todos, y han insistido en que los términos precisos de la renegociación de la deuda como tal han de ser materia de negociación de cada deudor individual con sus acreedores.

4. Propuestas en el Congreso de los Estados Unidos

La necesidad de buscar un alivio al peso de la deuda, lo que favorecería tanto a deudores como acreedores, comienza a ser reconocida en el plano político en los países acreedores. Planteamientos recientes a este respecto han sido presentados por senadores y representantes en el Congreso de los Estados Unidos.

El Senador Bill Bradley en declaraciones formuladas en abril, mayo y junio de 1986 (Bradley, 1986), plantea la conveniencia de proveer un alivio en la forma de una reducción de intereses y del capital de la deuda que se negociaría entre

cada país deudor y una comisión formada por los acreedores gubernamentales y bancarios y por los organismos internacionales. Estas negociaciones conducirían a establecer un conjunto de medidas de apoyo a los países en desarrollo deudores que estuviesen dispuestos a poner en práctica reformas que promuevan el crecimiento, aumenten el ahorro interno y detengan la fuga de capitales. Uno de los elementos por considerar sería la utilización de los procesos democráticos para asegurar que los planes de reforma económica de los países deudores cuenten con un amplio apoyo interno.

Por su parte el Senador John F. Kerry propicia un programa de desarrollo internacional en que se establece un tope al pago de servicios de la deuda como porcentaje de las exportaciones y un alivio progresivo del servicio según el grado de desequilibrio en la balanza comercial del deudor (Kerry, 1986). El programa se financiaría con aportes de todos los países desarrollados. Un directorio de siete miembros dirigiría el programa, cuatro elegidos y los tres restantes en representación del Fondo Monetario Internacional, del Banco Mundial y del GATT. El secretario ejecutivo sería designado entre los miembros elegidos por votación de los siete.

El Representante Charles E. Schumer propone un límite máximo de 25% de las exportaciones para el servicio de la deuda y un castigo por parte de los bancos de una proporción de los préstamos sobre la base de una estimación realizada por el Gobierno de los Estados Unidos acerca de cuánto es razonable que pueda pagarse de la deuda (Schumer, 1986). El castigo se haría a largo plazo de modo de no crear problemas de capital a las instituciones acreedoras.

5. La propuesta de Rohatyn

El Presidente de la Corporación de Ayuda a la Municipalidad de Nueva York, Félix Rohatyn, ha insistido en la conveniencia de imponer una reducción importante en las tasas de interés aplicables y en ampliar los plazos de financiamiento. Este alivio sería acompañado de nuevo capital para los países en desarrollo, proveniente no del sistema bancario sino de los países con fuerte superávit comercial, sobre todo el Japón. El programa sería supervisado por el Banco Mundial y los países beneficiarios se comprometerían a efectuar reformas internas que mejoraran su eficiencia y aumentarían la importancia del sector privado (Rohatyn, 1986).

IV

Deuda, ajuste y sistema monetario

Las propuestas anteriores tienen por objeto aligerar el peso de la deuda actual, pero no corregir las deficiencias sistémicas a que obedece la recurrencia de los problemas financieros externos de los países en desarrollo y que amplifican el efecto sobre ellos de las influencias externas negativas. Esas deficiencias se reflejan en el comportamiento procíclico del financiamiento externo y en un proceso de ajuste asimétrico, cuya disciplina opera eficazmente sólo sobre los países que han de recurrir al financiamiento del Fondo Monetario Internacional.

1. El comportamiento procíclico del financiamiento externo

Una lección reiterada de la historia es que el

financiamiento internacional tiene un comportamiento marcadamente procíclico. En el siglo pasado los préstamos obtenidos por las nuevas repúblicas latinoamericanas con el propósito de defender su recién ganada independencia, se lograron mediante la venta de bonos en Inglaterra. Argentina (Buenos Aires), Colombia, Chile, Guatemala, México y Perú colocaron sus emisiones en Londres entre 1820 y 1825. A fines de ese año y a consecuencia del pánico financiero en Inglaterra, se detuvo la corriente de financiamiento: en los dos años siguientes todos los deudores, salvo el Brasil suspendieron el pago de intereses. Demoró treinta años de negociaciones sucesivas normalizar la situación. En el tercer y cuarto decenios del siglo pasado la deuda de los estados de los Estados Unidos creció quince veces

su tamaño de 1820. La depresión que se inició en 1837 en Inglaterra detuvo las corrientes financieras hacia los Estados Unidos y nueve estados de ese país suspendieron el pago de intereses en 1841-1842; dos de ellos, Mississippi y Florida, repudiaron toda su deuda y uno, Michigan, la repudió en parte. Los otros seis simplemente dejaron de pagar los intereses sin anuncio oficial (Solomon, 1983).

Una nueva ola de incumplimiento ocurrió durante la depresión de 1873 que trajo consigo, como las anteriores, una disminución de los movimientos internacionales de capitales, lo que a su vez desató una crisis en el servicio de la deuda. Once estados de los Estados Unidos cayeron en mora. En vista de la necesidad de crear un mecanismo que facilitara la negociación entre los deudores oficiales emisores de bonos y los tenedores de éstos en el mercado de Londres se estableció en ese mercado la Corporación Británica de Tenedores de Bonos Extranjeros, que los representaba en las negociaciones que ocurrían con regularidad, y que terminaban en la reducción del capital o en la reprogramación de los pagos de capital e intereses. Los únicos deudores en incumplimiento que no llegaron a algún acuerdo con esta Corporación en su medio siglo de vida hasta 1914 fueron los estados de los Estados Unidos que habían repudiado sus deudas (Feis, 1930).

Una comisión similar se estableció en los Estados Unidos en 1933 con el nombre de Consejo Protector de Tenedores de Bonos Extranjeros (*Foreign Bondholder Protective Council*).

En la gran crisis de los años treinta el conjunto de los principales países deudores exportó capitales netos entre 1931 y 1937, los peores años de la depresión, mientras que los principales países acreedores recibían una fuerte afluencia neta de capitales (North, 1962). Tanto en la gran crisis de los años treinta como en la de los ochenta, los Estados Unidos absorbieron capitales desde el exterior. Durante esta última crisis la deuda externa latinoamericana, que venía creciendo a tasas del orden del 20% por año desde mediados del decenio de 1970, redujo de golpe la velocidad de su crecimiento a 8% en 1983, 5.6% en 1984 y 2.1% en 1985. Esta última tasa de crecimiento de la deuda es bastante inferior a la tasa de inflación internacional. El aumento de la deuda es tam-

bién inferior al pago directo de intereses y utilidades al exterior.

El fenómeno de la conducta procíclica del financiamiento externo ha sido reconocido desde hace más de cuarenta años. Se suponía que el Banco Mundial cumpliría la función de proveer financiamiento anticíclico en la postguerra (Sociedad de las Naciones, 1945a).

La repetida experiencia histórica pone de relieve la necesidad de mirar el problema de la deuda no sólo por país sino también desde un punto de vista sistémico, necesidad tanto más imperiosa ante las falacias de composición en que se incurre al recomendar políticas cuyo efecto puede ser apropiado para países individuales pero que resultan contraproducentes para el conjunto. Las soluciones al problema de la deuda, por lo tanto, exigen aplicar, además de las políticas nacionales que promuevan el ajuste necesario de las economías y de las gestiones de los acreedores que aligeren el peso de la deuda, modificaciones en el sistema monetario y financiero internacional, así como en el comercio.

2. El sistema monetario y la deuda: mecanismos estabilizadores

Ya se reconoce la falta de simetría en el sistema monetario internacional en lo que se refiere a las políticas de ajuste. Esta deficiencia amplifica la carga que recae sobre los países deudores para los cuales operan los mecanismos estimulantes o disuasivos vigentes. El problema de la asimetría es, en última instancia, un problema del poder que los organismos internacionales oficiales pueden ejercer sobre sus miembros. Por ello, resulta extremadamente difícil de resolver en la práctica. Sin embargo, importa reconocer la existencia de la asimetría mencionada para buscar caminos que, sin afectar negativamente los intereses de los países acreedores, puedan aliviar el problema de los países deudores. Dada la naturaleza del problema que pretenden resolver es deseable fortalecer los mecanismos existentes y crear otros enderezados a aumentar el financiamiento disponible por parte de los organismos multilaterales oficiales; y a perfeccionar mecanismos que amortigüen los efectos del impacto externo sobre las economías de los países deudores en desarrollo.

El aumento de los recursos disponibles en los

organismos multilaterales permitiría compensar la conducta procíclica de los movimientos financieros actuales y estimular los aportes de recursos de las instituciones privadas en el mercado internacional hacia tales países. Al mismo tiempo permitiría establecer condiciones más racionales para el otorgamiento de los préstamos.

Esto último es un aspecto de la mayor importancia ya que la condicionalidad que aplican los organismos multilaterales oficiales para el uso de sus recursos está vinculada estrechamente con los recursos de que disponen: mientras menores, más rigurosa y generalmente más recesiva la condicionalidad que se aplica. Cuanto más limitados los recursos tanto menor es el tiempo en que debe realizarse el ajuste y por consiguiente más violento. Si no hay simetría en el ajuste, en virtud de la cual los países acreedores contribuyan a él con sus propias políticas, mayor será el peso que ha de darse al financiamiento disponible para aliviar la carga sobre los países deudores.

En cuanto a los mecanismos amortiguadores, cabe recordar que dos de estos mecanismos de aplicación general han sido establecidos después de la segunda guerra mundial, ambos al amparo del Fondo Monetario: el servicio de financiamiento compensatorio por caída de ingresos de las exportaciones y el servicio de financiamiento del petróleo; este último operó sólo como un mecanismo transitorio que proveyó recursos en los años 1974-1975 y que terminó sus operaciones a mediados de 1976.

Un tercer instrumento es la cuenta de subvención destinado a reducir, en el caso de los países de bajo ingreso, el costo de la utilización de los recursos del servicio de financiamiento suplementario del Fondo.

Por último el servicio de financiamiento de existencias reguladoras ha tenido utilización muy escasa y sólo en relación con dos productos, el estaño y el azúcar.

Por la limitación de los recursos financieros, todos estos mecanismos han incluido un conjunto de condiciones muy restrictivas para su utilización. Han sido concebidos para resolver problemas de países o productos individuales, en el supuesto de que el conjunto de la economía mantiene un financiamiento normal. Aparte estos mecanismos, se necesitan otros que puedan actuar como estabilizadores automáticos en caso de problemas generalizados, de los cuales destacan

tres: las variaciones de las tasas de interés internacionales, las de los términos del intercambio y la conducta procíclica del financiamiento externo.

Las variaciones de las tasas de interés internacionales han superado todas las previsiones. Subieron abruptamente en 1980-1981 hasta llegar a niveles tres a cuatro veces superiores a los registrados en los años previos para bajar luego a poco menos de la mitad de sus máximos. Las tasas reales de interés siguieron los movimientos de las nominales aunque registran hoy niveles que triplican los históricos. Dado el crecimiento de la deuda externa de los países deudores en desarrollo, especialmente los latinoamericanos, en comparación con casi cualquier variable de escala, así como el cambio en la composición de la deuda hacia deuda de tasa variable, los cambios en las tasas de interés afectan fuertemente el equilibrio externo e interno de los países deudores.

Las formas que puede asumir un mecanismo amortiguador de los efectos de las variaciones de las tasas de interés sobre las economías de los países deudores son múltiples. Una posibilidad es la ampliación de la cobertura del servicio de financiamiento compensatorio del Fondo Monetario para cubrir también las alzas de las tasas de interés internacionales por encima de cierta norma (por ejemplo, un promedio móvil de diez años). Cada punto porcentual de variación de la tasa de interés significaba a fines de 1985 casi 6 000 millones de dólares para el conjunto de los países en desarrollo. También podrían emplearse fórmulas aplicables a nivel nacional, por la vía, por ejemplo, de capitalizar en forma automática los pagos por intereses por encima de cierto límite. Este tipo de fórmula a nivel nacional ha sido mencionado ya en páginas anteriores.

En cuanto a las variaciones de los términos del intercambio cabría actuar en tres direcciones: la primera ya mencionada de ampliar la cobertura del servicio de financiamiento compensatorio del Fondo Monetario. Para dar sólo un orden de magnitud valga señalar que la caída de los términos del intercambio para los países de América Latina y el Caribe entre 1980 y 1985, que fue de un 16.5%, les ha significado un menor poder adquisitivo de sus exportaciones de 300 000 millones de dólares en el total del período 1980-1985.

La segunda tiene relación con el acceso de los bienes producidos por países en desarrollo a los principales mercados mundiales, de manera de facilitar la diversificación productiva y exportadora de dichos países y de evitar transferirles el costo de la protección de los mercados de los países industriales.

Por último, en relación con la conducta procíclica del financiamiento externo, cabría estudiar la flexibilización de la relación deuda-capital de los organismos multilaterales de financiamiento del desarrollo de modo que éstos pudiesen ampliar con rapidez sus operaciones en los momentos en que se retraen los mercados privados y reducirlas cuando estos últimos se expanden con mayor dinamismo. Al flexibilizar la relación deuda-capital los organismos internacionales quedarían en condiciones de obtener en los mercados los recursos que los países en desarrollo en esta etapa del proceso, como lo demuestra la experiencia histórica, no están en condiciones de conseguir.

Naturalmente, la introducción de mecanismos estabilizadores automáticos se hará menos urgente, y hasta tal vez innecesaria, en la medida en que sea posible lograr un comportamiento simétrico en materia de ajuste de las economías de países acreedores y deudores. Como esto parece muy difícil de obtener, los mecanismos estabilizadores, o su inexistencia, influirán fuertemente sobre la economía mundial en los próximos años.

3. *El sistema monetario y la condicionalidad*

La discusión acerca de las condiciones en que tales organismos están dispuestos a prestar sus recursos a los países miembros recrudescen precisamente cuando esos recursos escasean. Por su parte, la disposición de los países para aplicar políticas de ajuste que sigan los cánones tradicionales de tales instituciones es función directa de la necesidad de contar con nuevos recursos.

Entre 1975 y 1982, el período de abundancia en los mercados financieros internacionales, el análisis de la condicionalidad perdió vigencia para recuperarla bruscamente con ocasión de la paralización de los flujos financieros netos hacia los países deudores.

Desde el punto de vista de los organismos multilaterales, la condicionalidad ha de ser tal que permita el funcionamiento de la economía a

un nivel de actividad compatible con los recursos disponibles en el marco de una situación dada de la economía mundial. Desde el punto de vista de los países que utilizan los recursos de los organismos multilaterales esta visión del problema lleva a un grado de comprensión de la actividad económica y del empleo a menudo insostenible. Como un mayor nivel de actividad económica demandaría en general mayores recursos financieros externos, la incompatibilidad entre ambos criterios es evidente. Si bien hay cierto margen para crecer ahorrando recursos financieros mediante la aplicación de políticas que discriminan entre distintos usos de los recursos, ese margen es en general limitado y no perdura por largo tiempo. En un sistema económico y financiero mundial asimétrico en la aplicación de la disciplina del ajuste, la limitación de los recursos es la que determina la condicionalidad, con lo cual difícilmente pueden los organismos multilaterales tomar en consideración las necesidades de crecimiento de los países. Con recursos insuficientes cualquier condicionalidad tendrá que ser recesiva. Aun aquella dirigida a producir cambios de estructura que mejoren la eficiencia tendrá ese carácter, ya que esos cambios exigen también tiempo y financiamiento.

En un mundo en que opera un mecanismo de ajuste asimétrico, sólo el aumento del financiamiento disponible y la introducción de mecanismos estabilizadores pueden minimizar los efectos recesivos de la condicionalidad.

La falta de financiamiento en condiciones apropiadas introduce un inevitable sesgo recesivo en la condicionalidad. Esta, que ha de diseñarse en el marco del funcionamiento real del sistema económico mundial, podría modificarse en la medida en que los organismos multilaterales de financiamiento logren representar el papel anticíclico que les corresponde y en la medida en que puedan introducirse en el sistema económico mecanismos estabilizadores apropiados. Tal como lo ha hecho el FMI de manera limitada en años recientes, es tarea de los organismos multilaterales de financiamiento desempeñar una función muy activa en la obtención de recursos para financiar programas de ajuste que no involucren caídas violentas en el producto por habitante ni aumento del desempleo. Esos programas seguramente no serán homogéneos puesto que han de reconocer las peculiaridades y las prioridades

económicas y sociales de cada uno de los países demandantes de recursos.

Con recursos suficientes, condicionalidad y crecimiento dejan de ser opciones contrapuestas.

Anexo

MODELO UTILIZADO EN LOS EJERCICIOS DE SIMULACION

A) El modelo:

De las ecuaciones fundamentales del producto se tiene que:

1. $Y = C + I + EX - IMP$ en que:

Y = Producto interno bruto.
 C = Consumo interno.
 I = Inversión bruta interna.
 EX = Exportaciones bienes y servicios.
 IMP = Importaciones bienes y servicios.

2. $Y - C - I = EX - IMP$, pero

3. $Y - C = A$

en que: A = Ahorro interno total.

4. $I - A = IMP - EX$

Por otra parte definimos el crecimiento de la deuda en función de:

5. $dD = INT + IMP - EX$

en que: D = Deuda externa total.
 INT = Pago de intereses al exterior.
 dD = Incremento anual en D .

Reemplazando (4) en (5) y dividiendo por D .

6. $\frac{dD}{D} = \frac{INT}{D} + \frac{I}{D} - \frac{A}{D}$

en que: $\frac{INT}{D}$ = tasa interés (y otros gastos) efectivamente pagada sobre la deuda.

Multiplicando y dividiendo (6) por Y según corresponda.

7. $\frac{dD}{D} = i + \frac{Y}{D} \left[\frac{I}{Y} - \frac{A}{Y} \right]$

en que $i = \frac{INT}{D}$

B) Para efectos de la simulación la ecuación simulada se definió a partir de (7):

$$\frac{A}{Y} = \left(i + \frac{Y}{D} \frac{I}{Y} - \frac{dD}{D} \right) \frac{D}{Y}$$

En el ejercicio se supusieron las siguientes condiciones:

- Tasa de crecimiento del producto de 4%.
- Relación inversión / producto necesaria igual a 20%.
- Tasas de interés externas de: 12%, 10%, 8%, 6% y 4%.
- Relación deuda / producto de 1.0, 0.7 y 0.5.
- Tasas de crecimiento de la deuda de 7%, 3% y 0%.
- Tasa crecimiento de las importaciones dada por:

$$\frac{\Delta M}{M} = n \frac{\Delta Y}{Y}$$

en que: n = Elasticidad producto (cíclica) de las importaciones.

La elasticidad (cíclica) se obtuvo mediante una estimación econométrica para el período 1970-1985^a.

- El crecimiento de las exportaciones está dado por:

$$1) \frac{I}{Y} - \frac{A}{Y} = \frac{IMP}{Y} - \frac{EX}{Y}$$

$$2) \frac{EX}{Y} = \frac{IMP}{Y} - \frac{I}{Y} + \frac{A}{Y}$$

^aLa función utilizada para estimar la elasticidad producto (cíclica) de las importaciones fue:

$$\hat{M} = a + b_1 \hat{PIB} + b_2 \hat{PIBREC} + c \hat{TC}$$

en que: M = Importaciones.
 PIB = Producto interno bruto.
 $PIBREC$ = Dummy · PIB Dummy = 1 si $\hat{PIB} < 0$
= 0 si $\hat{PIB} > 0$
 TC = Tipo de cambio real aplicable a las importaciones.
El signo $\hat{}$ indica tasa de crecimiento.

Sabemos que:

$$3) \left(\frac{\hat{EX}}{Y} \right) = \frac{EX}{Y} \frac{(1 + EX)}{(1 + Y)}$$

$$4) \left(\frac{\hat{EX}}{Y} \right) (1 + Y) = \frac{EX}{Y} (1 + EX)$$

$$5) EX = \left[\left(\frac{\hat{EX}}{Y} \right) (1 + Y) - 1 \right] \frac{Y}{EX}$$

en que el signo $\hat{\cdot}$ indica tasa de crecimiento.

Todas las variables están medidas en dólares corrientes.

Bibliografía

- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1980): *Fifty-sixth annual report*. Basilea, junio.
- Baker, J. (1985): *Statement by the United States Secretary of the Treasury to the Joint IMF-World Bank Annual Meeting*. Seúl, octubre.
- Bradley, B. (1986): *LDC debt testimony before the Senate Banking Committee*, 14 de mayo.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1986): *El problema de la deuda: gestación, desarrollo, crisis y perspectivas* (LC/G. 1406). Santiago de Chile, 6 de mayo.
- _____ (1977): *América Latina: relación de precios del intercambio, 1928-1976* (E/CEPAL/1040). Santiago de Chile.
- Feis, H. (1930): *Europe, the world's banker 1870-1914*. Yale University Press.
- Feuerlein, W. y E. Hanna (1941): *Dollars in Latin America*. Nueva York: Council on Foreign Relations.
- Haberler, G.V. (1950): *The theory of international trade*. Londres: William Hodge and Co.
- JEC (Staff of the Joint Economic Committee of the Congress of the United States) (1986): *The impact of the Latin America debt crisis on the U.S. economy*. Washington D.C., 10 de mayo (mimeo).
- Kerry, J.F. (1986): A way out of the debt crisis. *Congressional record*, vol. 132, N° 60. Statement by Senator Kerry. Washington, D.C., 7 de mayo.
- Massad, C. (1986a): El costo real de la deuda externa para el acreedor y para el deudor. *América Latina: el sistema monetario internacional y el financiamiento externo* (PNUD/CEPAL RLA/77/021). Santiago de Chile: PNUD/CEPAL.
- _____ (1986b): *Debt and debt crisis in Latin America*. Washington, D.C.: Instituto de Desarrollo Económico del Banco Mundial (en prensa).
- _____ (1985): Debt: an overview. *The debt problem: acute and chronic aspects*. C. Massad (comp.) *Journal of development planning*. Nueva York: Naciones Unidas.
- _____ (1984): *Ajuste recesivo, ajuste expansivo y condicionabilidad*. Conferencia dictada con ocasión del quincuagésimo aniversario del Banco Central de Reserva de El Salvador. San Salvador, 19 de junio.
- Montagnon, P. (1985): IDB urges Fund to aid Latin American countries. *Financial times*, 21 de septiembre.
- North, D.C. (1962): *International capital movements in historical perspective. us private and government investment abroad*. R.F. Mikesell (comp.). University of Oregon Books.
- Rohatyn, F. (1986): *Address before the Overseas Development Council's Conference on the Future of the World Bank*. Washington, D.C.
- Schumer, C. (1986): Ease up on debtor nations. *New York times*, 10 de marzo.
- Sociedad de las Naciones (1945a): *Economic stability in the post-war world* (Part II). Ginebra.
- _____ (1945b): *Experiencia monetaria internacional: lecciones del período de entreguerras*. Ginebra.
- Solomon, R. (1983): *International economic letter*, vol. III, N° 1, 18 de enero.