19

DOS ESTUDIOS SOBRE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Carlos Massad y Roberto Zahler

CUADERNOS

DE LA CEPAL

DOS ESTUDIOS SOBRE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Carlos Massad y Roberto Zahler

SANTIAGO DE CHILE, 1977

Composición, impresión y encuadernación
realizados por los servicios gráficos
CEPAL / ILPES
77–10–2830

INDICE

Nota

Los dos artículos que aparecen en este volumen, escritos en el primer semestre de 1977, son producto del Proyecto Conjunto CEPAL/PNUD sobre Implicaciones para América Latina de la Situación del Sistema Monetario y Financiero Internacional (RLA/75/040/E/01/31). El segundo de ellos se incluyó, en versión preliminar, en el Informe del Proyecto RLA/75/040 al Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo presentado en diciembre de 1976, y una versión revisada del mismo se examinó en un seminario interno de la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL el 19 de marzo de 1977.

Carlos Massad es Experto del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo en Sistemas Monetario y Financiero, y está adscrito a la CEPAL. Roberto Zahler es Consultor del mismo Programa y también está adscrito a la CEPAL. Las opiniones expresadas en estos trabajos son de la exclusiva responsabilidad de ambos y pueden no coincidir con las de la organización a que pertenecen.

Los autores agradecen la colaboración de Tatjana Montes y los comentarios de Sidney Dell, de Norberto González y de la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL.

FINANCIAMIENTO Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE AMERICA LATINA Y PROPUESTAS DE ACCION

I. INTRODUCCION

1. *La utilización del financiamiento externo*

En los últimos años el financiamiento externo de los países de América Latina no exportadores de petróleo ha sufrido profundos cambios, tanto en sus magnitudes, plazos y condiciones, como por la evolución que han experimentado las fuentes de recursos externos a la región.

En efecto, el déficit medio de la balanza de pagos en cuenta corriente de estos países, que fue levemente superior a 1 500 millones de dólares anuales en el período 1965-1970 y algo mayor a 4 000 millones de dólares anuales en el trienio 1971-1973, subió bruscamente en 1974 a cifras cercanas a los 13 000 millones de dólares y en 1975 a más de 16 000 millones de dólares. Estos déficit representaban menos de 15%/o de las exportaciones de bienes y servicios en 1965-1970; en 1975 dicha proporción superó el 50%/o.

A mediados del decenio de 1960, el financiamiento externo de América Latina provenía principalmente de fuentes oficiales, tanto bilaterales como multilaterales, e inversiones directas. A mediados de los años setenta, el grueso del financiamiento provenía de bancos privados del exterior.

Los déficit en la cuenta corriente señalados se han cubierto mediante el financiamiento externo neto. A veces, éste se ha complementado con una reducción de las reservas; otras, en cambio, ha permitido aumentarlas. Por este motivo, para medir la utilización del financiamiento externo neto, resulta apropiado sumar a los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos los aumentos de reservas, y restar sus disminuciones. El cuadro 1 muestra el déficit de la cuenta corriente y los cambios en las reservas internacionales de los países de América Latina no exportadores de petróleo, así como de sus fuentes de financiamiento.[1]

[1] Una mejor medida de la necesidad de financiamiento externo sería la suma del déficit en cuenta corriente, las amortizaciones de deudas ya contraídas, los retiros de capitales y las variaciones deseadas de las reservas. Estas últimas podrían determinarse mediante la estimación de una demanda de reservas, tarea que se emprenderá en otro estudio. Por su parte, no se dispone de cifras de endeudamiento brutas de amortizaciones, y los movimientos de capitales en general también se expresan en términos netos. Por tanto, para analizar la *utilización* de diferentes formas de financiamiento se ha preferido sumar sólo el déficit de la cuenta corriente con la variación registrada en las reservas internacionales, sea ella

Cuadro 1

FINANCIAMIENTO EXTERNO DE PAISES DE AMERICA LATINA NO EXPORTADORES DE PETROLEO

(En miles de millones de dólares)

	1966-1970	*1974*	*1975*	*1976*
Déficit en cuenta corriente[a]	-2.0	-13.4	-16.3	-12.8
Reservas[b]	*+0.4*	*-0.7*	*-2.2*	*+2.3*
Utilización de financiamiento externo	2.4	12.7	14.1	15.1
Financiamiento externo neto[c]	*2.5*	*14.3*	*15.4*	
Inversión directa	0.7	2.1	2.2	2.3
Donaciones	0.1	0.1	0.1	
Préstamos netos[d]	*1.7*	*12.1*	*13.1*	
Préstamos de fuente oficial	0.9	2.0	2.5	2.8
Multilaterales	0.4	1.1	1.4	
Bilaterales	0.5	0.9	1.1[e]	
Préstamos de fuente privada	0.8	10.1	10.6[f]	
Proveedores	0.4	0.7	1.0[f]	1.1[f]
Bancos comerciales	0.3	8.2	8.2	7.2[g]
Saldo no asignado	0.1	1.2	1.4	

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Balance of Payments;* Banco Interamericano de Desarrollo, *Financiamiento externo de los países de América Latina,* junio 1976; Banco de Pagos Internacionales: Suplemento y anuario; estimaciones de la CEPAL.

Nota: La corriente de préstamos de bancos comerciales se estimó sobre la base de la variación anual de la posición externa neta (activos menos pasivos) de la región en los bancos comerciales del exterior.

[a]Definido excluyendo donaciones oficiales. [b]Signo positivo corresponde a aumento de reservas. [c]Excluye a Bolivia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela por ser exportadores de petróleo, y a Panamá por ser un centro financiero. [d]Incluye préstamos autónomos y compensatorios de largo, mediano y corto plazo. [e]Calculado por diferencia, estimándose la cifra total de recursos oficiales sobre la base del crecimiento (20%) del total otorgado por el Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) a los países en desarrollo. [f]Cifra estimada según el crecimiento de los créditos de proveedores otorgados por el CAD a los países en desarrollo no exportadores de petróleo. [g]Cifras preliminares hasta septiembre de 1976.

deseada o no. En cambio, como se verá más adelante, para buscar un indicador de la *necesidad* de financiamiento externo adicional se ha decidido sumar el déficit de la cuenta corriente con las amortizaciones de deuda. Este procedimiento implica suponer que *todas* las variaciones de las reservas son variaciones deseadas, supuesto que sólo podrá eliminarse una vez que se disponga de los estudios de demanda de reservas internacionales.

En el quinquenio 1966-1970, la tercera parte del financiamiento provino de inversiones directas y donaciones, mientras que el resto provino en partes iguales de préstamos oficiales y privados; los créditos de bancos comerciales representaron el 12% del financiamiento externo neto de la región.

Durante 1974-1975, los países latinoamericanos no exportadores de petróleo se vieron en la necesidad de reducir su nivel de reservas con el fin de financiar su déficit. La utilización de financiamiento en el bienio, en términos nominales, creció seis veces en comparación con la segunda mitad de la década pasada. Las inversiones directas y donaciones representaron sólo 15% del financiamiento externo neto; el resto se obtuvo de préstamos netos.

Dentro de estos últimos, los préstamos oficiales sólo representaron el 18%; y los bancos comerciales el 55% del financiamiento externo neto de los países de la región; o sea, mientras las necesidades para cubrir los déficit en cuenta corriente y las variaciones en las reservas se sextuplicaban, el financiamiento proveniente de la banca privada internacional crecía más de 27 veces.

Se puede ver que en estos últimos años, las fuentes de financiamiento externo de los países no exportadores de petróleo de la región han sufrido cambios considerables, siendo particularmente notable la importancia creciente de los bancos comerciales como fuentes financieras de la región. Esto se ha debido fundamentalmente a que los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) han decidido dar prioridad, en sus programas de asistencia para el desarrollo, a los países relativamente más atrasados, que casi no tienen acceso a los mercados internacionales de capitales. Al mismo tiempo, las necesidades de financiamiento de los países latinoamericanos que no exportan petróleo han crecido como consecuencia del aumento de los precios de este producto y de la caída en la relación de precios del intercambio. Con ello, estos países se han visto forzados a competir por fuentes de financiamiento privadas, principalmente solicitando préstamos bancarios, pero también tratando de obtener o incrementar su acceso a los mercados de capitales de largo plazo.

Como se ha señalado, los bancos privados, que en el quinquenio 1966-1970 contribuyeron con un 12% al financiamiento externo neto de los países no exportadores de petróleo de la región, en 1974-1975 lo hicieron con un 55%. Lo anterior refleja, naturalmente, el hecho de que el financiamiento oficial ha crecido mucho menos que las necesidades de estos países, las que son cada vez mayores.

2. *Corrientes oficiales de financiamiento*

Las corrientes oficiales, que incluyen donaciones y préstamos bilaterales y multilaterales, tienen ciertas condiciones de gracia, interés y plazo que

las hacen más ventajosas que los préstamos privados. Como lo señala el cuadro 1, la importancia de este tipo de financiamiento en el total de los países de América Latina no exportadores de petróleo ha bajado drásticamente.

Según datos preliminares del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD), la asistencia oficial para el desarrollo como proporción del producto nacional bruto (PNB) de los países industrializados, alcanzó en 1975 a un 0.36%, lo que indica que aún se está muy lejos de alcanzar la meta de 0.7% del producto interno bruto establecida por las Naciones Unidas para la tranferencia de este tipo de recursos a los países en desarrollo. Aún más, si se considera que en los años sesenta esa proporción fue de 0.44%, se puede afirmar que en el decenio de 1970 se ha perdido terreno, en vez de avanzarse en este campo.

El cuadro 2 da una idea del volumen de esa asistencia oficial transferido al conjunto de los países en desarrollo, y de la evolución que ella ha tenido entre 1960 y 1975.

Hace diez años, los países desarrollados otorgaban recursos concesionales destinados al desarrollo por un monto equivalente a 60% del total de los recursos transferidos a los países en desarrollo; a mediados de la presente década el porcentaje ha bajado a 35%.

Proyecciones de organismos internacionales[2] indican que para los próximos cinco años la asistencia oficial para el desarrollo otorgada por los países miembros del CAD tendería a bajar hasta 0.33% de su producto nacional bruto en 1979 y 1980. En los Estados Unidos, cuyo comportamiento incide con mayor fuerza en América Latina, el coeficiente Asistencia oficial para el desarrollo/Producto nacional bruto fue de 2.79% en 1949, cuando se inició el Plan Marshall; 0.53% en 1960 y 0.31% en 1970, la proyección para 1980 es de 0.21%.

No sólo ha disminuido la participación relativa de las corrientes financieras oficiales, y dentro de ellas, la de aquéllas de carácter más concesional (particularmente en el caso de los Estados Unidos, que más afecta a los países latinoamericanos), sino que además la distribución geográfica de las corrientes financieras concesionales confirma la desfavorable posición de América Latina comparada con otras regiones.

En el cuadro 3, las corrientes concesionales abarcan las donaciones y aquellos préstamos cuyo factor concesional es, por lo menos, de 25%.

De dicha información se desprende que los países latinoamericanos no exportadores de petróleo constituyen la única región en desarrollo (fuera de Europa) que ha visto disminuir la proporción de recursos financieros concesionales sobre el total de los recursos netos provenientes del CAD. Aún más, dicha proporción ha caído a poco más de la

[2]Discurso del Presidente del Banco Mundial en la XXXI Asamblea Anual de Gobernadores, Manila, Filipinas, septiembre de 1976.

mitad de la que era en 1971, y el volumen absoluto de las corrientes concesionales dirigidas a ellos en 1974 fue, en términos reales, menor que en 1971.

Cuadro 2

PAISES MIEMBROS DEL COMITE DE ASISTENCIA PARA EL DESAROLLO: RECURSOS FINANCIEROS NETOS TRANSFERIDOS A LOS PAISES EN DESARROLLO

(Desembolsos netos)

	Promedio anual 1961-1970	*1971*	*1972*	*1973*	*1974*	*1975*
	a) *Miles de millones de dólares*					
Total de los recursos financieros netos transferidos a los países en desarrollo	*11.0*	*17.8*	*19.7*	*24.6*	*27.6*	*38.8*
Asistencia oficial para el desarrollo	6.0	7.7	8.5	9.4	11.3	13.6
Desembolsos privados	4.2	8.0	8.6	11.4	13.3	21.2
Otros recursos oficiales	0.8	1.3	1.5	2.5	2.2	2.7
Donaciones privadas	-	-	0.9	1.4	1.2	1.4
	b) *Porcentajes del PNB*					
Total	0.77	0.80	0.77	0.79	0.82	1.02
Asistencia oficial para el desarrollo	0.44	0.35	0.33	0.30	0.33	0.36

Fuente: Comunicado de prensa de la OCDE, París, 29 de junio de 1976, cuadro 4.

Además, las condiciones medias de los compromisos de préstamos también marcan una tendencia desfavorable para la región. El cuadro 4 hace resaltar el deterioro y bajísimo porcentaje de concesionalidad en los recursos que corresponden a América Latina, en comparación con otras regiones geográficas. Es interesante observar que los países del Mediterráneo más adelantados —España, Grecia, Israel, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia— reciben una proporción mayor de sus recursos en términos concesionales que América Latina, aun cuando su nivel de desarrollo es evidentemente más alto que el de la generalidad de los países latinoamericanos.

Cuadro 3

PAISES MIEMBROS DEL COMITE DE ASISTENCIA PARA EL DESARROLLO (CAD) Y ORGANISMOS MULTILATERALES[a] DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LOS RECURSOS FINANCIEROS NETOS TRANSFERIDOS A CIERTOS PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO

(Millones de dólares)

	1971			*1974*		
	Corriente total	*Corriente concesional*	*%concesional s/total*	*Corriente total*	*Corriente concesional*	*%concesional s/total*
Países latinoamericanos no exportadores de petróleo[b]	3 333	555	16.7	7 039	626	8.9
Africa	3 760	1 962	52.2	4 752	2 935	61.8
Asia[c]	3 815	2 774	72.7	3 804	2 788	73.3
Oceanía	389	284	73.0	608	495	81.4
Europa	1 245	223	17.9	1 885	129	6.8

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico; CAD, *Report 1975*, cuadros 26 y 28.

[a]No están incluidos los organismos multilaterales en cuyas transferencias de recursos el elemento concesional es inferior al 25%.

[b]Incluyen los montos no especificados correspondientes a América del Sur y América en general.

[c]Excluye el Medio Oriente e Indonesia.

En resumen, todo indica que la importancia de los préstamos oficiales como fuente de financiamiento externo de la región, ha disminuido marcadamente, y que América Latina se ha visto desplazada, en lo que toca a volumen de préstamos en condiciones favorables y porcentaje de concesionalidad, por otras regiones en desarrollo.

Frente a la situación financiera internacional que se preveía a fines de 1973, se intentó ampliar y facilitar el acceso de los países a recursos provenientes de algunos organismos internacionales, particularmente el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Si bien la reciente ampliación en los tramos de créditos del FMI mientras se perfecciona el aumento de cuotas ya acordado, la creación del Servicio Financiero del Petróleo (que cerró sus operaciones en marzo de 1976) y la mayor liberalización en el acceso al Servicio de Financiamiento Compensatorio, han contribuido a aliviar el problema de financiamiento de los países deficitarios, sólo lo han hecho en escala

Cuadro 4

CONDICIONES MEDIAS DE LOS COMPROMISOS DE PRESTAMOS CON GARANTIA OFICIAL Y FACTOR CONCESIONAL DE LOS PRESTAMOS Y DONACIONES, POR REGIONES

Región	*Año*	*Compromisos de préstamos*		*Intereses (%)*	*Factor concesional de préstamos y donaciones (%)*
		Vencimiento (años)	*Período de gracia (años)*		
América Latina	1967	14.1	3.4	5.4	31
	1973	13.8	4.2	8.1	16
	1974	12.8	3.7	7.9	15
Países del Mediterráneo	1967	17.5	5.9	4.1	39
	1973	17.3	6.5	6.0	32
	1974	15.4	4.9	7.5	20
Africa al sur del Sahara	1967	21.4	5.3	3.1	69
	1973	21.5	5.9	4.9	53
	1974	20.6	5.8	5.0	55
Asia oriental y el Pacífico	1967	14.0	3.9	4.4	59
	1973	21.8	6.0	5.4	45
	1974	16.6	5.3	6.1	33
Norte de Africa y Medio Oriente	1967	13.6	3.5	3.9	44
	1973	14.7	4.4	5.8	27
	1974	17.0	3.9	5.4	35
Asia meridional	1967	27.8	6.9	2.5	72
	1973	33.0	7.8	2.1	69
	1974	28.1	7.2	2.4	62

Fuente: Banco Mundial, Informe Anual 1976, p. 121.

muy moderada si se considera la magnitud del problema y los niveles previos de financiamiento oficial. Lo anterior es particularmente válido para los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, la gran mayoría de los cuales, además, no puede recurrir a los recursos provenientes del nuevo Fondo Fiduciario del FMI, ya que el acceso a éste se ha restringido a países con ingreso per cápita inferior a 300 dólares anuales.

Parece claro que las medidas adoptadas hacia fines de 1973 por diversos organismos internacionales, y particularmente el Fondo Monetario Internacional, tendientes a proveer nuevas fuentes oficiales de liquidez para financiar los déficit de los balances de pagos de países en desarrollo no exportadores de petróleo (PEDNEP), no han sido suficientes para satisfacer las necesidades de los países latinoamericanos que no exportan este producto.

3. *Préstamos privados*

La importancia que ha adquirido la banca comercial internacional en el financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo en los últimos años, como lo señala el cuadro 1, es evidente.

En 1974 y 1975 aproximadamente 85% del financiamiento externo neto total de tales países procedió de fuentes privadas. Los bancos comerciales se constituyeron en ese período en sus principales acreedores, correspondiéndoles el 55% de los recursos netos transferidos.

A pesar de que la información es incompleta, puede estimarse que en esos años estos países recibieron entre el 75% y el 80% del financiamiento bancario comercial transferido a los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en tanto que su déficit correspondía a cerca de 40% del déficit conjunto de estos últimos.

Mirado desde otro ángulo, en el trienio 1974-1976, los primeros acumularon un déficit en cuenta corriente de 43 000 millones de dólares. La deuda externa global casi se duplicó desde 1973, y se estima que llegó a unos 80 000 millones de dólares a fines de 1976. De este monto, aproximadamente 50 000 millones de dólares, o sea las dos terceras partes, se debía a bancos comerciales.

La importancia que han adquirido los bancos comerciales para el financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo trae consigo una serie de consecuencias. En particular los plazos e intereses dificultan su uso en inversiones productivas de largo plazo y contribuyen a agravar el problema del servicio de la deuda y la capacidad crediticia de los países. El cuadro 5 muestra que el plazo medio de los préstamos bancarios en los últimos años se ha ido acortando sistemáticamente.

Estos hechos, unidos a los elevados déficit de balance de pagos de los últimos años, han llevado a un sostenido crecimiento de la deuda externa de la región y a un progresivo deterioro de su estructura, con lo cual se ha vuelto más vulnerable, y más dependiente de las fuentes privadas bancarias de financiamiento.

El futuro financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, como consecuencia de persistentes déficit en cuenta corriente, acelerados incrementos en el servicio de la deuda

Cuadro 5

CREDITOS BANCARIOS EN EUROMONEDAS ANUNCIADOS SEGUN PLAZO DE VENCIMIENTO

(Porcentajes)

	1973	*1974*	*1975*	*1976*[a]
Países industriales	***100.0***	***100.0***	***100.0***	***100.0***
De 1 a 6 años	17.7	16.1	52.9	31.4
De 7 a 10 años	58.3	70.7	40.4	49.0
Sobre 10 años	11.7	9.3	1.0	-
Plazo desconocido	12.3	3.9	5.7	19.53
Países en desarrollo	***100.0***	***100.0***	***100.0***	***100.0***
De 1 a 6 años	6.5	19.2	74.8	71.1
De 7 a 10 años	48.8	62.8	21.2	24.2
Sobre 10 años	26.7	14.5	1.7	-
Plazo desconocido	17.9	3.5	2.3	4.6

Fuente: Banco Mundial, *Borrowing in Capital Markets*, febrero de 1975 y agosto de 1976.

[a]A junio de 1976.

externa y la necesidad de recuperar y mantener un razonable nivel de reservas internacionales, dependerá en buena medida de recursos provenientes de la banca privada internacional.

Para los bancos privados, la posibilidad de continuar satisfaciendo las demandas de los países deudores depende esencialmente de que éstos tengan solvencia financiera. Esta última descansa básicamente en tres elementos: a) la contribución de los países deficitarios al ajuste de sus balances de pagos mediante medidas internas tendientes a reducir su demanda agregada y a cambiar los precios relativos, aumentando el de los bienes transables internacionalmente; b) la contribución de los países industriales superavitarios a través de adecuadas políticas de expansión económica y eliminación de barreras al comercio que aumenten su demanda de importaciones y abran su mercado a los productos provenientes de los países en desarrollo; y c) la participación de organismos oficiales —en mucho mayor grado que en el trienio anterior— para contribuir a financiar los desequilibrios transitorios y a resolver los problemas de ajuste y liquidez internacional en el futuro cercano.

En general, la mayor parte de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo ha tomado medidas de ajuste, aun cuando en algunos casos sus autoridades estiman que los déficit deben reducirse más. Una recuperación de los mercados de exportación de estos países,

así como recursos adicionales de financiamiento oficial, ayudarían considerablemente a reducir el plazo y la magnitud de la restricción necesaria en la demanda agregada de estos países

Parece claro que una participación más activa de los organismos multilaterales internacionales contribuirá directamente a resolver el problema, ampliando el acceso de los países a sus recursos y complementando éstos. Y también indirectamente, facilitando el acceso a fuentes privadas de financiamiento, al dar mayor respaldo a los países miembros. Así, se harían más manejables y se reducirían los costos de financiamiento de los balances de pagos de los países deficitarios en general, y de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, en particular.

II. ENDEUDAMIENTO EXTERNO DE AMERICA LATINA

1. *La magnitud del problema*

Las cifras de déficit de la cuenta corriente que se han señalado reflejan sólo parcialmente la magnitud de las necesidades totales de financiamiento externo. En realidad, si no se desea sacrificar la tasa de crecimiento de los países, para determinar esa magnitud es necesario agregar al déficit de la balanza corriente las necesidades de aumento de las reservas y la amortización de la deuda ya contraída. También es necesario sustraer las inversiones directas y los ingresos netos de capitales de mediano y largo plazo.

La información disponible no permite elaborar series completas confiables. Mientras, por una parte, las cifras de inversión directa no son siempre fidedignas, por otra, los errores y omisiones en los cálculos del balance de pagos también oscurecen el cuadro. Sin embargo, los cambios en las magnitudes del déficit de la cuenta corriente y en la amortización de deudas son un buen indicador del incremento de las necesidades de financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.[3]

Como se observa en el cuadro 6, las cifras muestran una fuerte concentración en Argentina, Brasil y México. Sin embargo, dicha concentración es similar a la del producto interno bruto de los países de la región. En 1974-1975, la suma del déficit en cuenta corriente y las amortizaciones de Argentina, Brasil y México representaba algo menos de 75o/o del total correspondiente a los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, mientras que su producto interno bruto alcanzaba a 76o/o.

[3] Véase la nota 1.

Hacia 1975, la situación externa de estos tres países había desmejorado debido al efecto insuficiente de las medidas de ajuste adoptadas. Durante 1976, estos países, a través de distintas políticas, aplicaron medidas adicionales conducentes a aliviar su situación externa.

Cuadro 6

PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO: DEFICIT[a] DE LAS BALANZAS DE PAGOS EN CUENTA CORRIENTE Y AMORTIZACION DE DEUDAS[b]

	1965-1970		*1971-1973*		*1974-1975[c]*	
	Millones de dólares	*(%)*	*Millones de dólares*	*(%)*	*Millones de dólares*	*(%)*
Argentina, Brasil y México	2 119	(62)	5 044	(67)	14 213	(74)
Colombia, Chile, Perú y Uruguay	706	(21)	1 595	(21)	2 838	(15)
Otros países	567	(17)	901	(12)	2 043	(11)
Total	*3 392*	*(100)*	*7 540*	*(100)*	*19 094*	*(100)*

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras oficiales de balanza de pagos de los países. Las cifras corresponden a promedios anuales para los períodos indicados.

[a]Definido excluyendo donaciones oficiales.

[b]Se refiere a deudas no compensatorias de largo y mediano plazo.

[c]Para 1974 y 1975 se usaron las cifras de amortización de deudas de 1974.

a) *El balance en cuenta corriente*

Las cifras del déficit de los últimos años encuentran sus principales causas en el aumento de los precios de importación de los bienes de capital e intermedios, el incremento de los precios del petróleo y el sostenido aumento de los pagos por servicio del capital extranjero, elementos todos que han caracterizado el último trienio y a los cuales, en 1975, se sumó la recesión que afectó al mundo industrializado, con el consiguiente efecto en el balance de pagos de los países económicamente más débiles.

Cabe hacer notar que frente al impacto del alza de los precios del petróleo, los países industrializados aplicaron con rapidez medidas de ajuste, que si bien les significaron la recesión más seria de la postguerra, también les permitieron corregir su desequilibrio en la cuenta corriente, pasando de un déficit de 11 000 millones de dólares en 1974 a un superávit de 16 000 millones de dólares en 1975.

Por su parte, hasta principios de 1975, la mayoría de los países latinoamericanos no había aplicado medidas de política fuertes destinadas a reducir la demanda agregada, particularmente la de importaciones. De este modo, hasta 1974 inclusive, los países no exportadores de petróleo de la región mostraron una tasa de crecimiento del producto geográfico bruto bastante satisfactoria y estable (el promedio anual de 1972 fue de 7%) y tasas sostenidas de aumento de sus exportaciones, sobre todo aquellas de manufacturas. Sin embargo, para no sacrificar el volumen de importaciones, el crecimiento económico y los niveles de vida, cubrieron su desequilibrio externo con mayor endeudamiento.

En 1975, la mayoría de estos países comenzó a aplicar medidas de ajuste del balance de pagos, por lo que su tasa de crecimiento se redujo a menos de la mitad de la registrada en 1971-1974. Sin embargo, debido a la recesión que sufrió el mundo industrial (con la consiguiente menor demanda de importaciones), a la mayor flexibilidad de dichas economías para responder a sus propias medidas de ajuste y al deterioro sufrido en la relación de precios del intercambio (de aproximadamente 12%), los países latinoamericanos no exportadores de petróleo vieron en gran medida frustrado su esfuerzo, incrementado su déficit en cuenta corriente a niveles aún mayores a los de 1974, y acelerado su endeudamiento externo.

Diversas estimaciones de organismos internacionales coinciden en señalar que en 1976 el déficit del balance comercial de tales países se redujo en unos 4 000 millones de dólares. Esta cifra se deduce de proyectar un incremento del 14% en el valor de las exportaciones, dada la recuperación de los países industriales y la ausencia de variaciones mayores en la relación de precios del intercambio. Además, debido a la mantención de políticas fiscales, monetarias, crediticias, de ingresos y cambiarias tendientes a contraer la demanda agregada, para no tener que reducir aún más su nivel de reservas internacionales ni incrementar tan rápidamente su ya elevada deuda externa, se estima que el valor de las importaciones se mantuvo más o menos constante en términos nominales. Lo anterior, unido a otros antecedentes, permite estimar para los países señalados una tasa de crecimiento del producto geográfico bruto algo mayor a la de 1975, esto es, en torno al 4 ó 5% anual.

A pesar de que en 1976 fueron más altos los pagos por concepto de intereses sobre la deuda externa de este grupo de países (por un mayor endeudamiento en condiciones más onerosas), la reducción estimada del déficit en cuenta corriente lo llevó a un nivel cercano a los 13 000 millones de dólares. En 1974 y 1975, más de las dos terceras partes del déficit correspondió a Brasil y México; en 1976 el déficit en cuenta corriente de ambos países representó 80% del déficit total de los países no exportadores de petróleo de la región.

Esto último no significa que la situación externa reciente de los otros países latinoamericanos no exportadores de petróleo haya sido holgada. Si bien en términos absolutos a Brasil y México correspondió gran parte del déficit total, en otros países, el déficit fue grande en relación con su tamaño económico. Argentina, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay tuvieron en el período 1970-1973 un déficit en cuenta corriente que alcanzó al 8°/o de sus exportaciones (para el conjunto de los países no exportadores de petróleo de la región superó el 20°/o). En 1975, la cifra correspondiente bordeó el 50°/o, es decir, su situación en términos relativos desmejoró casi tres veces más que la de Brasil y México considerados conjuntamente.

b) *El endeudamiento externo garantizado*

Como se ha señalado, para estimar las necesidades de financiamiento externo es útil considerar, además del déficit en cuenta corriente, los desembolsos por concepto de amortización de la deuda externa. Las cifras entregadas en el cuadro 6 incluyen los pagos correspondientes al endeudamiento pasado.

Para poder evaluar la evolución futura del servicio de la deuda externa es preciso examinar su situación presente.

A pesar de la pequeña reducción del déficit que se ha estimado para 1976, la posición financiera externa de la mayor parte de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo sigue siendo vulnerable. La demora de estos países en ajustarse a las nuevas condiciones internacionales, si bien permite un proceso de ajuste más gradual y programado, también ha traído algunos inconvenientes. Déficit del orden de 12 000 a 15 000 millones de dólares por tercer año consecutivo, reflejan, en parte al menos, importaciones destinadas a tratar de mantener los niveles de consumo, con los efectos que son de prever sobre el esfuerzo futuro necesario para servir una deuda que crece aceleradamente.

Como consecuencia de estos cuantiosos y consecutivos déficit, las cifras de endeudamiento externo reflejan también el incremento de las necesidades de financiación. La deuda externa de América Latina ha experimentado un crecimiento apreciable en los últimos años, y ha tendido a centrarse en préstamos de fuentes privadas, con lo cual han desmejorado los plazos y los tipos de interés.

La deuda externa[4] de los países no exportadores de petróleo de la región, que en 1967 era de 10 000 millones de dólares, a fines de 1973

[4]Las cifras utilizadas en esta sección, a menos que se señale lo contrario, se refieren a la deuda desembolsada garantizada oficialmente y con plazo de vencimiento superior a un año; no incluye el endeudamiento con el Fondo Monetario Internacional.

alcanzaba los 24 000 millones de dólares (100%/o del valor de sus exportaciones), y en 1974 los 32 000 millones de dólares. Se estima que a fines de 1975 este endeudamiento era aproximadamente de 43 000 millones de dólares (más de 130%/o del valor de las exportaciones de estos países), y que en 1976 el monto no sería inferior a 49 000 millones de dólares. (Véase el cuadro 7.)

Es decir, en el lapso de tres años la deuda externa de estos países se habrá duplicado; en cambio, se estima que el valor de sus exportaciones habrá subido en no más de 50%/o.

Por su parte, la deuda externa de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, excluidos los latinoamericanos, creció desde 47 000 millones de dólares a fines de 1973 hasta alrededor de 64 000 millones en 1975, y según se estima, a casi 80 000 millones de dólares en 1976.

Puede observarse que entre 1973 y 1976 la deuda del resto de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, habrá crecido proporcionalmente menos que aquélla correspondiente a los latinoamericanos que no exportan este producto.

Por lo tanto, la situación de estos últimos muestra un deterioro tanto en términos absolutos como en relación con las otras regiones en desarrollo no exportadoras de petróleo.

Cuadro 7

PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO: DEUDA EXTERNA CON GARANTIA OFICIAL[a]

(Miles de millones de dólares)

	1967	*1970*	*1973*	*1974*	*1975*	*1976*
América Latina (PALNEP)	10	15	24	32	43	49
Países en desarrollo más avanzados del Mediterráneo[b]	5	8	13	16	19	23
Otros	17	23	34	39	45	56
Total países en desarrollo no exportadores de petróleo (PEDNEP)	*32*	*46*	*71*	*87*	*107*	*128*

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1976;* estimaciones basadas en información parcial del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

[a]Se refiere a la deuda efectivamente desembolsada a mediano y largo plazo pendiente a fines de cada año.

[b]Incluye España, Grecia, Israel, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia.

El servicio de la deuda externa garantizada públicamente por los países no exportadores de petróleo de la región superó, en 1973, los 3 900 millones de dólares, mientras que en 1975 habría alcanzado los 6 000 millones de dólares, con lo que su crecimiento (65%) sería superior al del valor de las exportaciones en igual período (32%). Se estima que en 1976 el crecimiento porcentual del servicio de esta deuda habría sido muy similar al de las exportaciones. Como se señaló más arriba, al acrecentarse el servicio futuro de la deuda probablemente se tendrá un déficit en cuenta corriente algo más aliviado (aunque aún muy alto en términos absolutos), pero las necesidades de corrientes brutas de financiamiento externo seguirán en aumento.

Cabe recordar que las cifras sobre endeudamiento mencionadas hasta aquí no incluyen la deuda a plazos menores de un año[5] ni aquélla de carácter compensatorio[6] ni la deuda externa no garantizada oficialmente.

c) *El endeudamiento bancario no garantizado y la deuda global*

Como se señaló, las cifras anteriores no incluyen los créditos de fuente privada que no están garantizados oficialmente.

La importancia que ha adquirido la deuda bancaria se puede apreciar al examinar información estadística reciente relativa al endeudamiento de los países con los bancos comerciales de los principales centros financieros del mundo. Dicha información permite concluir que las cifras sobre endeudamiento externo con garantía oficial están lejos de indicar la deuda total de los países no exportadores de petróleo de la región.

La información preliminar disponible señala que a fines de 1975 la deuda[7] de estos países con bancos de Estados Unidos, Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania Federal, Italia, Holanda, Suecia, Suiza, Gran Bretaña, Canadá y Japón, fue como mínimo[8] de 42 300 millones

[5] Información parcial disponible sobre los países latinoamericanos no exportadores de petróleo permite sostener que su deuda a plazos menores de un año habría crecido en 1974, en comparación al promedio de 1972 y 1973, en más de tres veces.

[6] Si se consideran los giros acumulados netos de los países no exportadores de petróleo de la región sobre el FMI, que representan sólo una parte del endeudamiento total con dicha institución, se puede apreciar que han crecido desde fines de 1974 hasta fines de 1976 en más de 120%, lo que, junto con lo señalado en la nota anterior, indica que el panorama descrito más arriba tiende a subestimar la magnitud del endeudamiento de estos países.

[7] Las cifras bancarias que se entregan a continuación, a menos que se señale lo contrario, incluyen deuda garantizada y no garantizada.

[8] Las cifras bancarias a que hace referencia la nota anterior incluyen el endeudamiento de los centros financieros extranacionales sólo con bancos

de dólares. Su deuda bancaria no garantizada, que en 1965 era de unos 2 550 millones de dólares, ascendió a 25 000 millones de dólares en 1975 y llegó a 30 000 millones de dólares en septiembre de 1976.

En consecuencia, se puede estimar que a fines de 1975 la deuda externa global, garantizada y no garantizada, de los países no exportadores de petróleo de la región alcanzó como mínimo la cifra de 67 000 millones de dólares,[9] y que en 1974, fue superior a 50 000 millones de dólares. (Véase el cuadro 8.)

La deuda externa garantizada de estos países subió casi 80%/o durante 1974 y 1975; en igual período su deuda bancaria (incluyendo la no garantizada) creció cerca de 100%/o. Por otra parte, en el bienio 1974-1975 la comunidad bancaria contribuyó a financiar el 70%/o de su déficit en cuenta corriente, y no más de 30%/o del déficit de los demás países en desarrollo no exportadores de petróleo; a estos últimos correspondió 60%/o del déficit acumulado por el conjunto de los países en desarrollo que no exportan este producto. A su vez, hasta septiembre de 1976 estos países obtuvieron 14 000 millones de dólares de la comunidad bancaria, de los cuales el 60%/o fue otorgado a los de América Latina. (Véase el cuadro 9.)

Además, si se considera la posición neta (es decir, activos menos pasivos bancarios) con los bancos, se observa que a fines de 1975, la posición neta de los países en desarrollo no exportadores de petróleo en su conjunto era positiva, mientras que los de América Latina registraban un saldo deudor neto que alcanzaba a los 27 000 millones de dólares. En los tres primeros trimestres de 1976, los primeros disminuyeron su posición positiva en 2 000 millones de dólares, mientras que los segundos aumentaron su posición negativa en 7 000 millones de dólares aproximadamente.

Muy pocos de los países de América Latina no exportadores de petróleo tienen saldos acreedores con las entidades bancarias; en cambio, los saldos deudores son, en algunos casos, muy elevados. En 1975 tres países –México, Brasil y Perú– recibieron más de 95%/o de los recursos netos obtenidos por la región.[10] Cifras preliminares indican que hasta septiembre de 1976 hubo una corriente neta de préstamos

---

estadounidenses. En la medida que dichos centros tengan deudas con otros bancos, actúen como intermediarios financieros y que parte importante de su deuda se reasigne hacia los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en especial los latinoamericanos, la deuda bancaria efectiva de éstos será superior a las cifras aquí entregadas.

[9] Es decir, representó 63%/o de la deuda externa global de la región.

[10] El término "recursos netos" se usa aquí para denominar el saldo entre deuda con bancos en el exterior neta de amortizaciones, y depósitos y otros activos de los países en dichos bancos.

Cuadro 8

PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO DE AMERICA LATINA: ESTIMACION DE SU DEUDA GLOBAL

(Miles de millones de dólares)

	1974			*1975*			*1976*		
	Deuda con garantía oficial	*Deuda bancaria no garantizada*	*Deuda global*	*Deuda con garantía oficial*	*Deuda bancaria no garantizada*	*Deuda global*	*Deuda con garantía oficial*	*Deuda bancaria no garantizada*[a]	*Deuda global*
Argentina	3.34	2.39	5.73	3.16	3.07	6.23	3.63	2.63	6.26
Brasil	9.30	9.29	18.59	15.50	9.33	24.83	17.82	12.21	30.03
México	8.01	6.01	14.02	11.25	8.51	19.76	12.94	11.17	24.11
Subtotal	*20.65*	*17.69*	*38.34*	*29.91*	*20.91*	*50.82*	*34.39*	*26.01*	*60.40*
Chile	3.73	0.55	4.28	4.06	0.39	4.45	4.67	0.51	5.18
Colombia	2.10	1.36	3.46	2.31	1.48	3.79	2.66	1.32	3.98
Perú	2.05	1.08	3.13	2.67	1.25	3.92	3.07	1.45	4.52
Uruguay	0.51	0.06	0.57	0.61	0.09	0.70	0.70	0.08	0.78
Subtotal	*8.39*	*3.05*	*11.44*	*9.65*	*3.21*	*12.86*	*11.10*	*3.36*	*14.46*
Los demás países[b]	2.85	.02	2.87	3.48	.56	4.04	4.01	.37	4.38
Total[b]	*31.89*	*20.76*	*52.65*	*43.04*	*24.68*	*67.72*	*49.50*	*29.74*	*79.24*

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1976;* Banco de Pagos Internacionales, *Annual Reports* y *Press Review*, marzo de 1977; estimaciones de la CEPAL.

Nota: Todas las cifras se refieren a deuda efectivamente desembolsada a fines de cada año. La deuda con garantía oficial incluye solamente aquella a mediano y largo plazo. La deuda bancaria no garantizada es la deuda sin garantía oficial contraída con los bancos comerciales del exterior que operan en los siguientes países: Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón, Estados Unidos, Suiza y las sucursales de los bancos de Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente. Se estima que estas cifras están subestimadas en la medida en que solamente incluyen información parcial de las operaciones de los centros financieros extranacionales. Además de la subestimación antes mencionada se debe aclarar que en las estimaciones de deuda global no están incluidas las deudas de proveedores sin garantía oficial ni los préstamos del FMI.

[a]Deuda pendiente al 31 de septiembre de 1976. Cifras preliminares de Estados Unidos para el cuarto trimestre de 1976 indican que la deuda bancaria a corto plazo de Brasil había aumentado 500 millones de dólares y la de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo en cerca de 1 000 millones de dólares.

[b]Excluye Panamá por ser un centro financiero.

Cuadro 9

DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS BANCOS COMERCIALES DEL EXTERIOR[a]

(Miles de millones de dólares)

	1975			*1976[b]*		
	Activos	*Pasivos*	*Saldo*	*Activos*	*Pasivos*	*Saldo*
Países industriales	262	286	-24	282	311	-29
Europa oriental	22	6	16	27	6	21
Instituciones internacionales	...	4	-4	1	3	-2
Países exportadores de petróleo	14	51	-37	19	58	-39
Centros financieros	62	41	21	78	52	26
Países latinoamericanos no exportadores de petróleo	42	15	27	50	16	34
Otros países en desarrollo no exportadores de petróleo	32	38	-6	38	42	-4
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	74	53	21	88	58	30
Sin asignar	7	6	1	6	8	-2
Total	*442*	*447*	*-5*	*500*	*496*	*4*

Fuente: BIS, *Annual Report* y *Press Review*, marzo de 1977.

[a]Se refiere a los bancos que operan en Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos de los Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente.

[b]Información al 30 de septiembre de 1976.

bancarios dirigidos a América Latina de 7 200 millones de dólares; los tres países antes mencionados aumentaron sus saldos deudores con los bancos en más de la suma global correspondiente a la región. En ésta, países como Argentina, Colombia y otros han disminuido sus saldos deudores, como se observa en el cuadro 10.

Cabe señalar que el aumento de la deuda externa de América Latina no ha contribuido a aliviar apreciablemente la situación de las reservas internacionales oficiales de la región. Dichas reservas, que en 1965 representaban 25°/o del total de las importaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo y que llegaban en 1973 a 45°/o, en 1975 sólo alcanzaron al 20°/o, recuperándose levemente (23°/o) en 1976.

Cuadro 10

PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO DE AMERICA LATINA: POSICION EXTERNA FRENTE A LOS BANCOS COMERCIALES EN EL EXTERIOR[a]

(Miles de millones de dólares)

	1974			*1975*			*1976*[b]		
	Activos	*Pasivos*	*Saldos*	*Activos*	*Pasivos*	*Saldos*	*Activos*	*Pasivos*	*Saldos*
Argentina	2.03	3.03	-1.00	2.54	3.59	-1.05	2.75	3.23	-0.48
Brasil	5.29	13.94	-8.65	5.01	16.73	-11.72	5.34	20.72	-15.38
México	3.15	9.92	-6.77	4.18	15.17	-10.99	4.14	18.83	-14.69
Subtotal	*10.47*	*26.89*	*-16.42*	*11.73*	*35.49*	*-23.76*	*12.23*	*42.78*	*-30.55*
Chile	0.60	1.02	-0.42	0.64	0.89	-0.25	0.77	1.08	-0.31
Colombia	0.50	1.61	-1.11	0.76	1.78	-1.02	0.95	1.67	-0.72
Perú	0.58	1.93	-1.35	0.47	2.59	-2.12	0.45	2.99	-2.54
Uruguay	0.34	0.18	+0.16	0.44	0.18	+0.26	0.63	0.18	+0.45
Subtotal	*2.02*	*4.74*	*-2.72*	*2.31*	*5.44*	*-3.13*	*2.80*	*5.92*	*-3.12*
Los demás países[c]	.31	.39	- .08	.85	1.40	- .55	.71	1.70	- .99
Total de América Latina[c]	*12.80*	*32.02*	*-19.22*	*14.89*	*42.33*	*-27.44*	*15.74*	*50.40*	*-34.66*

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Annual Reports* y *Press Review*, marzo de 1977, y estimaciones de la CEPAL.

Nota: Los pasivos incluyen deudas con y sin garantía oficial, a corto, mediano y largo plazo.

[a]Se refiere a los bancos que operan en Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos de los Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente.

[b]Activos y pasivos al 31 de septiembre de 1976. Cifras preliminares para los Estados Unidos indican que en el último trimestre de 1976 la posición externa de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo con bancos de los Estados Unidos mejoró en aproximadamente 600 millones de dólares.

[c]Excluye Panamá por ser un centro financiero.

2. *Evolución de la estructura de la deuda externa*

El incremento total de las necesidades de financiamiento de los países no exportadores de petróleo de la región no sólo ha acentuado considerablemente su endeudamiento sino que además, se ha vuelto más desfavorable la composición de su deuda.

América Latina tenía en 1974 una deuda externa garantizada de carácter bilateral oficial que equivalía a 23%o de su endeudamiento total, mientras que en el resto del mundo en desarrollo este porcentaje era de 56%o. Asimismo, la deuda contraída con el sector privado extranjero, representaba para América Latina más del 60%o de su deuda externa garantizada, mientras que para las otras regiones no superaba el 27%o.

La asistencia oficial para el desarrollo dirigida hacia América Latina tampoco ha evolucionado de manera favorable. Los recursos concesionales en el total de las corrientes netas provenientes de países miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) —en forma bilateral y multilateral, incluida la inversión directa— ha disminuido sistemáticamente desde 17%o en 1971, hasta llegar a sólo 9%o en 1974. (Véase nuevamente el cuadro 3.) En cambio, para los otros países en desarrollo no sólo se ha mantenido estable la relación entre la asistencia oficial para el desarrollo y el resto del financimiento externo neto de la misma fuente, sino que además, esa asistencia ha representado alrededor de 50%o del total de recursos provenientes de los países miembros del CAD.

Por otra parte, América Latina y el Caribe recibieron en promedio el 31.5%o de los préstamos del Grupo del Banco Mundial entre 1964 y 1968, el 27.8%o entre 1969 y 1973, y sólo algo menos del 22%o en 1976.

Como se ha señalado, los créditos de fuente privada han crecido mucho más rápidamente que los de fuente oficial bilateral o multilateral. Estos últimos prevén normalmente algún período de gracia; son, en general, de mediano o largo plazo y tienen un costo total, por intereses y otros cargos, normalmente inferior al de los créditos de fuente privada.

Los créditos de fuente privada bancaria garantizados o no garantizados alcanzaban las dos terceras partes del total en 1975, casi duplicando la importancia relativa de algo más de un tercio que representaban en 1965.

Entre 1973 y 1975 la deuda externa no bancaria de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo creció 60%o, mientras que el incremento de aquella de origen bancario bordeó el 100%o. Como consecuencia de la importancia creciente de las fuentes privadas de financiamiento, y en particular de aquellas de origen bancario, la deuda externa de los países mencionados es ahora más onerosa.

El cambio en la estructura de la deuda según sus fuentes conlleva un cambio negativo en sus plazos y costos. En efecto, del total de créditos en euromonedas publicitados otorgados a países en desarrollo, aquéllos cuyo plazo de vencimiento fue superior a 7 años, en 1973 y 1974 representaron un 75%/o del total, mientras que en 1975 y el primer semestre de 1976, dicha cifra fue inferior al 25%/o. Los créditos a más de 10 años, en 1973, representaron el 27%/o del total, reduciéndose a un 15%/o en 1974, y a menos del 2%/o en 1975, para desaparecer por completo en los primeros seis meses de 1976. (Véase nuevamente el cuadro 5.)

Por su parte, el recargo medio sobre las tasas básicas de referencia[11] se había elevado desde 1.25 puntos porcentuales a comienzos de 1973, a 1.70 puntos en 1975, para alcanzar 1.78 en el primer trimestre de 1976.

Finalmente, gran parte de los créditos concesionales y otras corrientes oficiales tienden a encauzarse hacia los países de menor desarrollo económico relativo, o a los más seriamente afectados, lo que excluye a la mayor parte de América Latina.

3. *Perspectivas*

Los pagos de intereses de la deuda externa han venido creciendo considerablemente, tanto por el aumento de la deuda total como por la mayor importancia que dentro de ella ha ido adquiriendo la deuda bancaria. Además, las tasas de interés de préstamos bancarios ya contratados se mueven con cierto rezago en relación a la tasa LIBO, por lo que se estima que durante 1977 subirá el valor de los intereses de la deuda externa, debido al aumento medio de las tasas de interés.[12]

Además, ya en 1977 expiran períodos de gracia del endeudamiento reciente, lo cual, sumado a lo anterior, está señalando que los indicadores tradicionales de solvencia, –como el porcentaje de los ingresos de exportación destinados a servir la deuda y la proporción de las exportaciones constituida por la deuda externa– tenderán a empeorar.

Por otra parte, se han planteado dudas sobre la posibilidad de que los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en particular los latinoamericanos, puedan mantener su acceso al financiamiento bancario internacional y sostener sus niveles de endeudamiento con dichas instituciones.

[11] Tasa de oferta de fondos interbancarios en Londres (LIBO) y tasa para préstamos de primera clase *(prime rate)* en Nueva York.

[12] En el último trimestre de 1976, la tasa LIBO media tuvo su valor más bajo de los últimos trece trimestres.

Los motivos serían principalmente la creciente preocupación de la comunidad bancaria ante eventuales problemas de solvencia de estos países (por la magnitud de su endeudamiento, la reducción en el plazo de vencimiento de su deuda y las condiciones más onerosas en que ésta ha sido obtenida últimamente) y ante la tendencia de los bancos a mantener una relación apropiada entre su cartera de préstamos y su capital. Además, de acelerarse la recuperación cíclica de los países industriales, habrá una mayor demanda de préstamos de los mismos y de otros prestatarios preferenciales, lo que podría interferir en el acceso de los países en desarrollo no exportadores de petróleo a las fuentes comerciales privadas de financiamiento internacional.

El resultado neto de estos fenómenos y de la menor necesidad de financiamiento, como consecuencia del proyectado menor déficit,[13] es difícil de prever. El fin de la recesión en los países industrializados traerá consigo algún mejoramiento en los ingresos por exportaciones de los países deudores, mejorando de ese modo su solvencia; por su parte hasta mediados de 1977 la demanda de préstamos de los países industrializados no ha subido lo suficiente como para dejar en posición incómoda a los países en desarrollo. Sin embargo, el problema de la solvencia de los países deudores comienza a manifestarse como una limitación.[14] Este último punto se corrobora en alguna medida al comprobarse que los préstamos más recientes a países con elevado endeudamiento se caracterizan por un aumento de los márgenes aplicados por encima de los tipos de interés, comisiones especiales y plazos medios de vencimiento más cortos.

Se estima que si la corriente de capitales oficiales sigue creciendo moderadamente, la menor oferta de fondos bancarios y el déficit en cuenta corriente más bajo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo harán que éstos recurran menos al crédito privado, particularmente al bancario. Este fenómeno tenderá a repetirse en los próximos años si, como se espera, el déficit en cuenta corriente de estos países disminuye paulatinamente. La afluencia bruta de capital, sin embargo, seguirá necesitándose en cantidades cada vez mayores, debido a la acumulación de pagos por amortización e intereses de la deuda actual, particularmente la incurrida en estos últimos años, con lo que

[13] Es necesario recordar que el déficit proyectado para los próximos años, si bien menor que el de 1975, es excesivamente elevado, particularmente en comparación con los registrados antes de 1974. Además, como se señaló, hay dos elementos que tienden a elevar las necesidades de financiamiento bruto: por una parte, el aumento futuro en el servicio de la deuda externa y, por otra, la necesidad de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo de recuperar sus niveles de reservas internacionales.

[14] Véase *IMF Survey*, 22 de agosto de 1976, pp. 244 y 245.

aumentará la vulnerabilidad de los países deudores a cualquier cambio significativo en su acceso al crédito externo.

4. *Los criterios de solvencia y el endeudamiento*

El déficit en cuenta corriente de los países no exportadores de petróleo de la región ha crecido fuertemente en relación con sus exportaciones. Lo mismo ha ocurrido con la relación entre amortización de la deuda y exportaciones; por su parte las reservas internacionales oficiales, después de caer fuertemente en proporción a las importaciones hasta 1975, mostraron apenas una leve recuperación en 1976. El plazo medio de la deuda ha disminuido y su costo se ha elevado en relación a costos de mercado reflejados en las tasas usualmente consideradas como de referencia.

Por su parte, la capacidad de continuar obteniendo préstamos dependerá fuertemente de las disponibilidades de los centros financieros, que en el corto plazo están íntimamente ligadas al ritmo de recuperación de los países desarrollados. Dicha capacidad en los próximos años estará también condicionada en gran medida tanto por el dinamismo de las exportaciones de los países en desarrollo como por un mejoramiento de la estructura de su deuda externa, principalmente en cuanto a plazos. En este último punto, la comunidad bancaria internacional podría desempeñar un papel muy activo.

Entre los criterios de solvencia actualmente utilizados por los países acreedores, tiene importancia la evolución del servicio de la deuda en relación con las exportaciones. Como el primero deberá crecer considerablemente en los próximos años, su eventual refinanciamiento y el ritmo de actividad del sector exportador seguirán siendo los factores cruciales para aliviar el problema del financiamiento externo. Se precisa entonces una gran dosis de realismo en las políticas económicas internas de los países deudores, particularmente en lo que toca al comercio exterior, así como de mayores facilidades en los países industriales para la colocación de las exportaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.

Además, los criterios de solvencia que son útiles para considerar la situación de un país aislado cuando el resto no experimenta situaciones similares, dejan de serlo cuando la situación es más generalizada, ya que en este caso resulta favorable para la economía mundial el que determinados grupos de países deficitarios decidan hacer más hincapié en el financiamiento que en el ajuste. .

Naturalmente, si las instituciones públicas y privadas de los centros financieros, y los organismos multilaterales de financiamiento, dejasen pesar demasiado en sus decisiones el comportamiento de los índices

tradicionales, podría llegarse a situaciones difíciles. Sin embargo, todos los índices señalados son índices estáticos que no toman en cuenta el futuro.

El aumento sostenido de las exportaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, así como el mejoramiento de la relación de precios del intercambio, permitirían sostener sin grandes dificultades niveles cada vez mayores de endeudamiento. Con ello no sólo se mejoraría el acceso al crédito, sino que también se reduciría el déficit corriente, aliviando la presión por conseguir mayor financiamiento. Así se lograría desacelerar el crecimiento de la deuda externa, y mejorar la situación de reservas internacionales de este grupo de países, sobre todo en relación con sus importaciones y pagos por servicios del capital externo. Se observa así que la solvencia futura de los países deudores no sólo está vinculada a las tasas de carácter estático mencionadas, sino además a aspectos como el acceso a los grandes mercados externos para la venta de sus productos de exportación, y las medidas destinadas a evitar caídas y aun a mejorar la relación del intercambio. Aquí queda de manifiesto la estrecha relación entre solvencia, comercio y financiamiento.

Asimismo, la estructura de la deuda en el futuro está vinculada a la posibilidad de que los países deudores tengan acrecentado acceso a los mercados de capital de mediano y largo plazo, lo que indica una relación directa entre solvencia y acceso a los mercados externos de capitales.

El acceso a los mercados para la venta de productos y la obtención de capitales depende no sólo de las políticas que adopte el país que busca tal acceso, sino también de aquellas que apliquen los países cuyos mercados se busca, así como de los mecanismos internacionales o regionales que faciliten el acceso buscado. En el campo financiero, todo esquema de colaboración multilateral que mejore la solvencia de los países deudores puede producir el efecto deseado. Dos propuestas destacan en este campo: el establecimiento de una red de seguridad financiera y la creación de un servicio de refinanciamiento.

Una red de seguridad financiera permitiría contar con una segunda línea de defensa financiera, para ayudar a los países en dificultades de corto plazo.[15] Un servicio de refinanciamiento, al que pudiese recurrirse en casos calificados para refinanciar los pagos de deuda externa, particularmente de fuente privada, podría dar mayores seguridades a los países e instituciones que prestan, y facilitar así el proceso de transferencia de recursos.[16]

[15] Véase CEPAL, *Posibles características de una red de seguridad financiera para América Latina*, E/CEPAL/1009, Santiago de Chile, 31 de julio de 1975.

[16] Véase CEPAL, *Temas del nuevo orden económico internacional*, Cuadernos de la CEPAL, Nº 12, Santiago de Chile, 1976, pp. 71 a 73.

5. *Diversidad entre países latinoamericanos*

En el campo financiero así como en algunos otros campos las características de los distintos países de América Latina no son idénticas. El grado de diversificación de las exportaciones hacia el campo industrial logrado por estos países difiere mucho de uno a otro, así como difiere también el grado de acceso a los mercados financieros externos.

Con respecto al endeudamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, se observa que a fines de 1975, seis de ellos concentraban 90°/o del endeudamiento externo garantizado y 97°/o de la deuda bancaria total de la región. A Brasil y México correspondía 62°/o de la deuda externa garantizada y más de 75°/o de la deuda bancaria total. Del total de préstamos bancarios obtenidos por los países no exportadores de petróleo, de la región a septiembre de 1976, México y Brasil recibieron 95°/o de la corriente de endeudamiento bruto de la región y más del 100°/o del flujo de endeudamiento neto, por lo que continúan siendo los principales prestatarios de dicho tipo de créditos. Además, en el mercado de créditos en euromonedas estos dos países fueron los prestatarios más importantes entre todos los países en desarrollo no exportadores de petróleo durante 1975 y los nueve primeros meses de 1976.

En general, considerando la situación del sector externo en su conjunto, tal vez una clasificación en tres grupos refleje mejor las circunstancias latinoamericanas. El primero de estos grupos incluiría ciertamente a Argentina, Brasil y México, que destacan por su expansión industrial. Un segundo grupo incluiría a aquellos países de tamaño intermedio que han iniciado un proceso vigoroso de expansión y diversificación de sus exportaciones. El resto de los países no exportadores de petróleo de América Latina, aunque con diferencias entre sí, componen el tercer grupo. Venezuela podría agregarse al primer grupo, dado que cuenta con recursos amplios provenientes del petróleo y de su acceso a mercados de capitales. Esta última característica —el acceso a los mercados— es común a los países del primer grupo, los que no sólo han obtenido préstamos importantes en la banca privada internacional, sino que además han hecho colocación de bonos a mediano o largo plazo en los mercados mundiales. Los países del segundo grupo han tenido un cierto grado de acceso al crédito bancario de corto y mediano plazo, pero aún no han colocado bonos en los mercados externos durante el pasado reciente. Los países del tercer grupo, por su parte, tienen economías muy poco diversificadas, sus ingresos de exportaciones dependen de uno o dos productos y, salvo excepciones, sólo muy recientemente han comenzado a tener acceso al financiamiento bancario externo. En general, sus coeficientes de endeudamiento son los

menores de entre los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.

El tercer grupo de países requiere acceso sistemático a recursos concesionales. Los del segundo grupo, que son vulnerables ante condiciones cambiantes en los mercados internacionales tanto de bienes como de capitales, necesitan algún grado de acceso ocasional cuando las circunstancias externas no les son favorables. Sólo los países del primer grupo pueden aceptar durante un período prolongado el tratamiento que, en materia de acceso al financiamiento oficial, se otorga en la actualidad a la mayor parte de América Latina.

Para los dos grupos de países que no han obtenido acceso a los mercados privados de capitales de mediano y largo plazo es particularmente importante contar con medios que faciliten tal acceso. Dichos medios han de desarrollarse y ponerse en práctica antes de que se limite su acceso a las fuentes oficiales de financiamiento a largo plazo. De este modo se produciría una transición más fácil desde éstas hacia las fuentes privadas.

6. *El significado del endeudamiento externo*

Cualquier país necesitado de financiamiento tiene tres cursos posibles de acción: adoptar medidas de política económica interna para reducir sus necesidades de financiamiento, esto es, adoptar medidas de ajuste; buscar el financiamiento adicional requerido, esto es, financiar su necesidad; o, naturalmente, combinar ambas posibilidades.

La elección de cada país entre ajustar o financiar parece ser una decisión cuyas consecuencias recaen solamente sobre el país mismo. Ajustar significa reducir, en el presente, su tasa de crecimiento, o aun reducir sus niveles de vida si el déficit financiero es muy grande. Financiar, en cambio, significa postergar y distribuir en el tiempo el sacrificio interno.

Cuando el problema de déficit de financiamiento se presenta para un conjunto de países, no puede olvidarse que la decisión que adopten tendrá repercusiones en el resto del mundo. Así, en circunstancias en que el crecimiento económico mundial es débil, la decisión de un grupo de países de ajustar en vez de financiar debilita aún más tal crecimiento. Esto ocurre porque los países que adoptan los programas internos de ajuste necesariamente reducirán su demanda de productos de otros países y aumentarán su oferta hacia ellos. En cambio, si en tales circunstancias se decide más bien financiar el déficit externo, la demanda de los países correspondientes sobre el exterior no decaerá, contribuyendo así a sostener las economías de los otros países.

Las circunstancias que predominaron en la economía mundial en los últimos dos años hacían más bien aconsejable para los países de

América Latina buscar un conjunto de políticas en que predominase el financiamiento sobre el ajuste, contribuyendo así al mejor equilibrio de la economía mundial. Esto es particularmente cierto por el hecho de que las principales causas del fuerte incremento que registran todos los índices de necesidades financieras en el trienio más reciente escapan al control de estos países.

Es necesario recalcar que los países en desarrollo no exportadores de petróleo, incluidos los de América Latina, son países que en su proceso de desarrollo deberán continuar por algún tiempo como importadores netos de capital para complementar su esfuerzo de ahorro interno y lograr tasas de crecimiento que les permitan lograr un desarrollo acelerado y autosostenido.

Lo anterior adquiere particular relevancia si se considera otro aspecto de la evolución que han experimentado las principales fuentes de financiamiento externo de América Latina. Antes de los años treinta, diversos países latinoamericanos tenían acceso a los mercados financieros europeos y norteamericanos tanto de corto como de largo plazo (particularmente colocación de bonos). Posteriormente, ese acceso se cerró y la principal fuente de recursos externos provino de créditos gubernamentales y de agencias internacionales (BIRF, BID, AID, etc.). Hoy la región se está viendo cada vez más marginada de esta modalidad de financiamiento y debe recurrir a los bancos privados, en condiciones menos favorables.

Además, ni los bancos ni los países parecen estar preparados para reiniciar un tipo de relación financiera creciente y con características más permanentes. Debido, entre otras cosas, a la limitación en el acceso a los mercados de capitales de más largo plazo, algunos países registran ya un endeudamiento elevado con los bancos, lo que hace más difícil la obtención de recursos adicionales. Este aspecto es menos grave en la medida en que sean mayores las conexiones comerciales entre el país deudor y aquél donde reside el banco. Por su parte, los países no exportadores de petróleo de la región han perdido parte importante de la experiencia en mercados financieros internacionales, acrecentada antes de las crisis de los años treinta, a lo que debe añadirse que las condiciones y necesidades de financiamiento actuales, en comparación a las existentes hace 40 años atrás, han sufrido cambios de importancia.

Todo lo anterior lleva a que sea necesario insistir que, en la misma forma en que la división internacional del trabajo impone una situación de interdependencia en el comercio entre los países, también se establece interdependencia en el campo financiero. Cuando el proceso de desarrollo se asocia al financiamiento externo, particularmente como ha venido ocurriendo en América Latina en el último tiempo, se produce una relación de interdependencia financiera creciente entre países deudores y acreedores, interdependencia que se acentúa debido a la vincula-

ción estrecha entre las relaciones comerciales y el financiamiento bancario.

Esto no significa que las políticas internas de los países no cumplan un papel importante en la determinación de las necesidades de financiamiento externo. Tales políticas contribuyen a movilizar el ahorro interno, a garantizar su uso más eficiente y a asignar de la manera más apropiada los recursos disponibles entre el mercado interno y el externo. Pero el énfasis que debe ponerse en estas políticas debe graduarse en relación con los elementos que motivan la necesidad de financiamiento, así como con las consecuencias internacionales de políticas optativas. La coordinación de las políticas económicas en el plano internacional desempeña un papel cada vez más importante.

7. *Los mecanismos de consulta y negociación*

Debido a los altos niveles de deuda de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, aun cuando su déficit en cuenta corriente tienda a reducirse paulatinamente, crecerá el uso que hagan del financiamiento internacional. El cambio en las fuentes de financiamiento ha sido tan rápido que ha dejado atrás en algunos aspectos importantes a los mecanismos existentes de negociación y consulta internacional. Al elevarse rápidamente el financiamiento bancario, la importancia relativa de los recursos del FMI se ha reducido.

La magnitud de este proceso ha adquirido nuevas dimensiones en el último tiempo, cambiando cualitativamente la relación banco-prestatario, interesándose el primero no sólo en la solvencia del deudor individual, sino también en el desarrollo económico y financiero, y en la estabilidad económica de su país de residencia.

Parece necesario un esfuerzo y cooperación mutuos entre acreedores y deudores tendiente no sólo a ayudar a estos países en el financiamiento de su balance de pagos y en sus planes de desarrollo, sino también a mantener un cierto grado de estabilidad en las corrientes financieras internacionales. A ello podría también contribuir una expansión considerable de los recursos de los organismos internacionales de financiamiento.

El interés por dar estabilidad a estas corrientes es mutuo. Si los bancos y otros prestamistas, en virtud de una apreciación desfavorable en cuanto a la solvencia de algún país de la región, decidiesen reducir drásticamente sus préstamos, estarían de hecho provocando, por la magnitud de las cifras envueltas, dificultades de pagos internacionales en dicho país. Ello no sólo limitaría el proceso de desarrollo del país en cuestión, sino además podría provocar problemas de demoras en los pagos, con alguna consecuencia sobre la situación de liquidez y posterior capacidad de préstamo de los acreedores.

En vista de lo anterior, y de la decisión de los países industriales de dirigir sus recursos oficiales hacia países de menor desarrollo económico relativo, sería recomendable que los gobiernos de los países acreedores estimulasen a su banca privada a acrecentar su vinculación con América Latina, pudiendo ofrecer algún tipo de garantía u otros mecanismos que a medida que van disminuyendo los aportes oficiales, tiendan a aumentar las corrientes financieras privadas hacia la región.

Como se ha señalado, en los próximos años el endeudamiento de los países no exportadores de petróleo de la región tenderá a aumentar, lo que necesariamente hará aún más intensa la relación entre los centros financieros privados y estos países.

Por lo tanto, es claro que tanto los bancos privados acreedores como los países deudores tienen interés en evitar que se genere un problema serio en materia de financiamiento.

Como complemento de las medidas en el ámbito internacional, o de las de los países acreedores, si los países latinoamericanos no exportadores de petróleo no desean sacrificar su crecimiento económico presente, tendrán interés en mejorar sus estructuras financieras, cambiarias, etc., para atraer recursos externos y tener un acceso más regular al mercado de capitales internacional, sobre todo a los préstamos de largo plazo. Al mismo tiempo, la conveniencia de elaborar políticas que tiendan a acelerar considerablemente el dinamismo de las exportaciones se hará cada vez más obvia.

III. LAS PROPUESTAS DE SOLUCION

Las propuestas en curso en el campo del financiamiento internacional de los países en desarrollo han surgido bajo el impulso de sus acrecentados problemas de financiamiento en años recientes. Tales problemas son consecuencia tanto del funcionamiento del sistema monetario internacional como de la última crisis económica generalizada, y no se prestan a una solución rápida y automática mediante la simple operación de los mecanismos de mercado, a menos que se exija a los países en desarrollo un sacrificio violento de sus ya precarios niveles de vida.

En efecto, las dificultades de financiamiento señaladas en párrafos anteriores han obligado a los países en desarrollo a recurrir en grado cada vez mayor a préstamos de corto plazo. Con ello no sólo se ha acrecentado con rapidez el nivel total de la deuda, sino que además, como se ha dicho, su estructura ha desmejorado, complicando el cuadro futuro de los pagos internacionales de estos países.

Como se ha señalado en páginas anteriores, los países en desarrollo que tienen cierto grado de desarrollo industrial y de exportación de manufacturas han sido especialmente afectados por este fenómeno. Excluidos de las fórmulas especiales de asistencia internacional a los

países de menor desarrollo relativo, reciben una proporción cada vez menor de la ayuda oficial bilateral, por lo que se han visto forzados a recurrir en mucho mayor grado al financiamiento bancario de corto plazo.

No es éste un problema que pueda resolverse simplemente con la recuperación de las economías de los países industriales. Si bien dicha recuperación provocará alguna reducción en los déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, tales déficit continuarán en los años próximos en cifras del mismo orden de magnitud de las actuales (25 000 a 35 000 millones de dólares por año para esos países y, entre ellos, alrededor de la mitad de esas cifras para los latinoamericanos). Sólo un vuelco dramático de la relación de precios del intercambio podría producir un alivio rápido en la situación, pero tal vuelco no parece probable.

1. *Las medidas propuestas*

Las propuestas de solución se han centrado principalmente en seis áreas: la acción directa sobre los pagos futuros de la deuda; la acción sobre la solvencia de los deudores; la acción sobre el acceso a los mercados financieros y sobre las corrientes de capital; la acción sobre el financiamiento de la balanza de pagos; la acción sobre los precios de las materias primas, y la acción sobre las posibilidades de expandir y diversificar las exportaciones.

a) *La acción directa sobre los pagos futuros de la deuda*

En esta área, y dada la gravedad del problema, las propuestas han ido hasta el punto de sugerir una condonación de la deuda oficial de los países más seriamente afectados y de menor desarrollo económico relativo. Al mismo tiempo, se ha propuesto una consolidación de las deudas comerciales de los países en desarrollo que lo soliciten, transformándolas en una deuda pagadera en un período de a lo menos 25 años. Se ha propuesto también la convocatoria, bajo los auspicios de la UNCTAD, de una conferencia de los principales países acreedores desarrollados y países deudores interesados.[17]

Estas propuestas no han contado con respaldo unánime entre los países en desarrollo. Aquellos que recurren en grado importante al financiamiento externo privado consideran que sus posibilidades de endeudamiento adicional podrían verse entrabadas. Tales países temen que, ante el riesgo de una renegociación relativamente generalizada, los

[17] *Declaración y Programa de Acción de Manila,* UNCTAD, TD/195, pp. 25 y 26. Véase también *Action Programme for Economic Co-operation* Quinta Conferencia de Jefes de Estado o de Gobierno de Países no Alineados, Colombo, Sri-Lanka, 19 de agosto de 1976 (NAC/CONF.5/S/4).

acreedores pudiesen retraerse, lo que traería consigo serias dificultades para continuar sirviendo la deuda actual. Como consecuencia, temen también que sus posibilidades de acceso a los mercados privados de financiamiento podrían verse perjudicadas por largo tiempo, sin que fuese posible reemplazar tales mercados con disponibilidades de origen oficial.

Muchos de los principales acreedores han rechazado fuertemente las propuestas anotadas. Esos países han sostenido que el problema de la deuda externa no se presta para soluciones generalizadas, sino para un tratamiento individual de los deudores, mediante mecanismos como los que hoy existen. En la reunión de la UNCTAD en Nairobi sólo se logró un reconocimiento de la existencia del problema, una declaración de buena voluntad por parte de los países acreedores y una petición a los organismos internacionales apropiados para que éstos estudien la experiencia en materia de renegociación de deuda.

Por su parte, la CEPAL ha sugerido el establecimiento en algún organismo internacional competente, de un "servicio de refinanciamiento". Este servicio, financiado mediante aportes especiales de los países acreedores y de los exportadores de petróleo, a través del uso de los recursos propios del organismo correspondiente y de la colocación de bonos en los mercados de capitales, trataría los casos de países deudores individuales que lo solicitaran dentro de un cierto marco general de normas de operación. Esta propuesta tiene la ventaja de combinar el marco general de referencia con el tratamiento individual de los países. Además, el establecimiento de un servicio como éste no afectaría adversamente a país alguno; por el contrario, su sola existencia sería una garantía adicional de pago para los acreedores, que haría más aceptables las solicitudes de crédito de los países en desarrollo.

Por lo demás, existe un precedente importante de un servicio similar: el Servicio Financiero del Petróleo, creado por el FMI para ayudar a los países importadores de este producto a distribuir a lo largo de cierto período los problemas de ajuste generados por el alza del precio del combustible. Este Servicio operó tratando individualmente el caso de los países que recurrieron a él, dentro de cierto marco general de acción.

En el caso del Servicio Financiero del Petróleo, que ya cesó de operar, el FMI puso en marcha un mecanismo establecido en agosto de 1975 para aliviar el peso de los pagos futuros de la deuda para un grupo limitado de países. Este mecanismo consiste en una Cuenta de Subsidio, destinada a rebajar en unos cinco puntos el costo de los intereses de los préstamos concedidos por el Servicio a los países más seriamente afectados.[18] Esta cuenta de subsidio se financia mediante aportes de los

[18] La Resolución Nº 4773 (75/136) de Directores Ejecutivos, adoptada el 1º de agosto de 1975, estableció la Cuenta de Subsidios. La Resolución Nº 5144

países exportadores de petróleo y algunos otros, y se espera que los montos aportados permitan mantener el subsidio hasta la extinción de la deuda.

Sin embargo, esta cuenta tiene un alcance muy limitado. Por una parte, sólo se aplica a los intereses sobre recursos girados contra el Servicio Financiero del Petróleo de 1975; por otra, sólo incluye a los países "más seriamente afectados". De acuerdo con los compromisos ya contraídos por los países contribuyentes, se espera obtener de 24 países un total de unos 160 millones en derechos especiales de giro (algo más de 180 millones de dólares) para financiar el subsidio.[19]

Hasta ahora, no ha habido acuerdo internacional de sustancia en materia de deuda externa, y el tema es uno de los tratados en la Conferencia sobre la Cooperación Económica Internacional, reunida en París. En todo caso, en su reunión de Colombo, Sri-Lanka, los países en desarrollo llamados "no alineados" han convenido en convocar a una conferencia ministerial para decidir las acciones conjuntas que correspondan, si la Conferencia de París no logra dar una solución satisfactoria al problema.[20]

b) *La acción sobre la solvencia de los deudores*

Si se estableciese un Servicio de Refinanciamiento como el que se ha mencionado, su sola existencia tendría un efecto saludable sobre la solvencia de los deudores. Pero se han propuesto acciones aún más directas para lograr dicho propósito. Por ejemplo, en diversas oportunidades se ha mencionado la conveniencia de estudiar el posible establecimiento de mecanismos multilaterales de garantías para el endeudamiento exterior.[21]

Una propuesta concreta en este campo es la de crear una red de seguridad financiera en América Latina, como un mecanismo multilateral de apoyo financiero recíproco que incluiría garantías al endeudamiento externo.[22] El Proyecto prevé la colaboración de países acree-

---

(76/102) SA, de 12 de julio de 1976, dispuso el primer pago del subsidio a los intereses.

[19] *IMF Survey*, Supplement on the Fund, Washington, D.C., Fall 1965, p. 5.

[20] Quinta Conferencia de Jefes de Estado o de Gobierno de Países no Alineados, Colombo, Sri-Lanka, 19 de agosto de 1976, *Action Programme for Economic Co-operation, op. cit.*, p. 18.

[21] Véase UNCTAD IV, *New Directions and New Structures for Trade and Development*, Report by the Secretary-General of UNCTAD to the Conference, Nairobi, mayo de 1976. Además, la Secretaría del Comité Conjunto del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial para el Desarrollo ha elaborado algunos estudios preliminares sobre el tema.

[22] CEPAL, *Posibles características de una red de seguridad financiera para América Latina*, E/CEPAL/1009, Santiago de Chile, 1975.

dores extrarregionales en el esquema para complementar la solidaridad de los deudores, la que puede no ser considerada garantía externa suficiente. Con dicha colaboración, podría asegurarse que la solvencia de ninguno de los deudores sufriera menoscabo, y que el acceso de todos a las fuentes privadas de financiamiento externo se facilitara.

c) *La acción sobre el acceso a los mercados financieros y sobre las corrientes de capital*

Las propuestas en este campo han cubierto una gama bastante amplia de aspectos que van desde el incremento de la asistencia oficial para el desarrollo hasta el tratamiento preferencial para el acceso a los mercados privados de capital. El conjunto más completo de proposiciones se encuentra en la Declaración de Manila, elaborada en la Tercera Reunión Ministerial del Grupo de los 77, a comienzos de 1976.[23] Este documento cubre tres aspectos: la ayuda oficial, los recursos provenientes de organismos multilaterales de desarrollo y el acceso a los mercados de capitales.

i) *La ayuda oficial.* Pese a que existe el objetivo internacionalmente aceptado de que la asistencia oficial para el desarrollo llegue a ser al menos 0.7°/o del producto nacional bruto de los países donantes, la tendencia es a alejarse, en vez de acercarse, a tal cifra. En 1961-1962, dicha asistencia representó un 0.53°/o del producto nacional bruto de los países de la OCDE.[24] En 1974 la cifra comparable fue de 0.33°/o. (Véase el cuadro 2.) Las propuestas en este aspecto afinan la definición de la meta de 0.7°/o y enfatizan su cumplimiento.

ii) *Las corrientes de recursos provenientes de instituciones multilaterales de financiamiento del desarrollo.* Las propuestas en esta materia son muy generales. Se refieren particularmente al aumento de los aportes de los países desarrollados a las instituciones multilaterales y a las condiciones de los préstamos de aquéllos a los países en desarrollo.

iii) *El acceso a los mercados de capital de los países desarrollados.* Las propuestas en este campo adquieren importancia creciente a medida que se limita cada vez más la asistencia oficial para el desarrollo y las posibilidades de algunos países en desarrollo de obtener recursos de los organismos multinacionales de financiamiento para ese fin.

Aquí caben también las propuestas sobre mecanismos multilaterales de garantía, ya que el juicio del mercado sobre la solvencia de un país

[23] Declaración y Programa de Acción de Manila, nota del Secretario General de la UNCTAD, *op. cit.*

[24] Sistema Económico Latinoamericano (SELA), *Informe de la Secretaría Permanente de SELA sobre el Tercer Período de Sesiones de la Conferencia sobre la Cooperación Económica Internacional* (2a. Parte), CL/O-II/Div.N° 4/Add.1, 26 de mayo de 1976, p. 4.

deudor es decisivo para la obtención de recursos. Aparte de tales propuestas, cabe considerar medidas como la exención de los países en desarrollo de limitaciones administrativas a la colocación de sus valores, así como la exención para las instituciones inversoras del país acreedor de tales limitaciones, o de otras legales, incluyendo aquellas que se refieran al control de salidas de capitales respecto de valores emitidos por los países en desarrollo.

En este campo se requiere una mayor preocupación activa de parte de los países en desarrollo, tanto para especificar con precisión la naturaleza de las dificultades que les limitan el acceso a los mercados externos de capitales, como para negociar su eliminación o reducción. La situación varía de un país desarrollado a otro, por lo que las negociaciones deberían ir encaminadas a establecer una declaración clara de intenciones y un marco de referencia en el plano multilateral; y luego cabría buscar acuerdos directos con los diversos países desarrollados.[25]

Algunos países en desarrollo ya hacen uso de los mercados externos de capitales en grado relativamente importante. Su experiencia es muy valiosa para los demás, por lo que cabe considerar la posibilidad de que presten asistencia técnica en este campo a otros países en desarrollo, para ayudar en la preparación de emisiones de bonos u otros valores en los mercados externos, y aun en su colocación en el mercado.

d) *La acción sobre el financiamiento de la balanza de pagos*

Los organismos multilaterales, y en particular el FMI, no pudieron enfrentar la necesidad de incrementar fuertemente las corrientes financieras, necesidad que se generó al agravarse los desequilibrios de pagos internacionales. Por sus escasas disponibilidades de recursos y las condiciones exigidas para usarlos, el financiamiento de estos organismos ha perdido importancia relativa en los últimos seis o siete años, tal vez con una leve recuperación en 1975. Los países se han visto impulsados a recurrir a la banca internacional tanto para depositar sus excedentes como para cubrir sus deficiencias.

Por este motivo, los grandes bancos en los mercados internacionales vienen cumpliendo cada vez en mayor grado el papel de cámara de compensación internacional, papel que en cada país cabe, tradicionalmente, a los bancos centrales. Paralelamente, son los primeros los que generan ahora una parte importante de la liquidez internacional, sin responder necesariamente a criterios coherentes con los objetivos de estabilidad y desarrollo de la economía mundial.

[25] El Directorio Ejecutivo del FMI ha acordado incluir en sus consultas regulares con los países desarrollados una evaluación de los avances hechos por éstos en materia de liberalización del acceso a sus mercados de capitales.

Las propuestas que se han hecho en este campo coinciden con el objetivo de incrementar los recursos y la importancia de los organismos multilaterales pertinentes, así como de liberalizar las condiciones para el uso de esos recursos.

Es necesario tener en cuenta que existen al menos dos tipos de situaciones que requieren financiamiento: aquellas generadas básicamente por influencias externas que están fuera de las posibilidades de control de las autoridades, y aquéllas que resultan principalmente como consecuencia de decisiones de política interna.

Las necesidades de financiamiento generadas por problemas de ajustes de balanza de pagos debidos a causas externas —como caídas de los precios de los principales productos de exportación o encarecimiento de los productos importados— deberían satisfacerse minimizando el peso del ajuste, presente o futuro, para el país en desarrollo. Con este propósito sería necesario que dicho financiamiento fuese a mediano o largo plazo, y en términos que incluyesen un elemento concesional.

El actual mecanismo de financiamiento compensatorio por bajas de los ingresos de exportación en el FMI cumple apenas en parte el objetivo indicado. En efecto, pese a que recientemente se han liberalizado algo los requisitos para su uso, el mecanismo aún opera sobre bases que no toman debidamente en cuenta los incrementos mundiales de precios; sus plazos de pago son relativamente cortos; sólo actúa cuando bajan los ingresos de exportaciones de bienes, y no toma en cuenta posibles aumentos del valor de las importaciones (debido a incrementos en su volumen o en sus precios) por causas fuera del control de las autoridades.

Las necesidades de financiamiento derivadas de decisiones de política interna se vinculan a la conveniencia de distribuir en el tiempo el peso de los ajustes necesarios en los pagos externos, así como el período necesario para que las medidas de ajuste adoptadas surtan su efecto. El FMI responde a esta necesidad, así como otras no cubiertas por mecanismos específicos, brindando a los países la posibilidad de girar recursos del Fondo en determinada relación con las cuotas de cada uno de ellos. A medida que los giros sobrepasan ciertos límites, se hacen más duros los requisitos para hacer uso de dichos recursos.[26]

Se espera en general que los países sufran el peso de las medidas de ajuste en proporción a su responsabilidad en el problema creado. Aunque esto es muy difícil de establecer en la práctica, no hay proposiciones de país alguno que desconozcan su validez. Las propuestas que se han mencionado en diversos foros van encaminadas a aumentar los

[26]No siempre es posible distinguir con claridad entre los efectos de las políticas internas y aquéllos ocasionados por causas que escapan al control de las autoridades. Por este motivo, en ocasiones se aplican soluciones apropiadas a uno de estos casos para tratar de resolver el otro.

recursos del FMI y a introducir en las condiciones para cada giro una mejor evaluación de la necesidad de crecimiento de los países en desarrollo. Se ha acordado ampliar transitoriamente en 45°/o los tramos de créditos del FMI, mientras se logra obtener la aprobación legal en los países para un amento de 35°/o en las cuotas.

e) *La acción sobre los precios de los productos básicos*

La acción en este campo abarca principalmente: i) las medidas que se adoptarán para dar cumplimiento a la resolución 93 (IV) de la UNCTAD sobre el Programa Integrado para los Productos Básicos, y ii) las decisiones que se adopten en materia de reducción o eliminación de restricciones arancelarias y no arancelarias sobre los productos básicos en las Negociaciones Comerciales Multilaterales del GATT.

Las medidas estipuladas en la resolución 93 (IV) de la UNCTAD se relacionan fundamentalmente con la negociación de un acuerdo internacional sobre los productos básicos. El acuerdo propuesto incluye la constitución de un fondo común para el financiamiento de existencias reguladoras, a fin de dar mayor estabilidad —dentro de una tendencia de crecimiento dinámico— a las exportaciones de los países en desarrollo, reducir o atenuar las fuertes fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales y defender su poder de compra. También incluye la conclusión de acuerdos internacionales sobre productos para lograr el mismo objetivo. El fondo común y los acuerdos sobre productos se consolidan en el llamado Programa Integrado para los Productos Básicos de la UNCTAD. Estas medidas no excluyen las acciones que puedan interesar a algunos de los países exportadores en desarrollo a través de la organización de asociaciones de productores. Esas acciones podrían llevar a entendimientos y políticas coordinadas de exportación, destinadas a regularizar y mejorar sus ingresos.

Los países no alineados, en su reunión de Colombo, decidieron dar total respaldo al programa integrado de productos básicos propuesto por la Secretaría de la UNCTAD. Convinieron además en establecer un Fondo Especial para el financiamiento de reservas reguladoras de los precios de las materias primas si las negociaciones sobre el fondo común propuesto por la Secretaría de la UNCTAD no obtuviesen resultados satisfactorios a breve plazo.

Las Negociaciones Comerciales Multilaterales pueden significar una mayor apertura de los mercados de los países desarrollados para las exportaciones de productos básicos de países en desarrollo de dos maneras: mediante la reducción de los altos niveles de protección agrícola existentes en aquellos países, y mediante la liberación completa de las importaciones de productos tropicales. En ambos casos un mayor acceso a tales mercados favorecería los niveles de precios y los ingresos totales de exportación de los países en desarrollo.

f) *La acción sobre el comercio*

En un plano más general cabe considerar todas aquellas acciones que tienden a expandir y diversificar las exportaciones de los países en desarrollo. Una enumeración breve incluiría las siguientes:

i) Un significativo mejoramiento del sistema generalizado de preferencias existente en favor de las manufacturas y semimanufacturas de los países en desarrollo mediante una mayor cobertura por productos, aumento de los márgenes de preferencia, liberalización de las normas de origen, reducción de otras barreras no arancelarias, y otras medidas similares;

ii) Concesiones especiales —en el marco de las Negociaciones Comerciales Multilaterales— en favor del comercio de los países en desarrollo, particularmente en el campo de las restricciones no arancelarias, el recurso a las cláusulas de salvaguardia, la aplicación de derechos compensatorios, etc. Estas concesiones complementarían (en vez de contrarrestar, como ocurre a menudo) los esfuerzos internos que realizan los países en desarrollo a través de sus programas y políticas de promoción de exportaciones de manufacturas y semimanufacturas;

iii) Medidas de apoyo a los procesos de integración regional y subregional;

iv) Condiciones más liberales para la transferencia de tecnología.

2. *Otros aspectos*

Los países en desarrollo no alineados, en su reunión en Colombo, elaboraron un programa de acción en el campo económico que agrega un conjunto de nuevas proposiciones a las ya hechas en otros foros, particularmente en el campo de la cooperación entre países en desarrollo.

Los países no alineados han hecho un nuevo llamado a la colaboración entre países en desarrollo. En este espíritu, han decidido constituir grupos especiales de expertos que tendrán a su cargo el estudio de una posible moneda internacional común para los países en desarrollo, así como el establecimiento y operación de un banco de los países en desarrollo, con actividades en el campo comercial. Además, han convenido realizar reuniones de representantes de los ministerios de hacienda y bancos centrales de los países interesados, con el fin de considerar el establecimiento de una institución financiera conjunta para promover la cooperación monetaria y financiera entre los países en desarrollo, la creación de una unión de pagos entre estos países y las formas posibles de cooperación y asociación de sus bancos comerciales. En dichas reuniones también se ocuparán del registro y coordinación de informaciones y otras formas de cooperación en materia financiera; la posible

operación de esquemas de subsidios a los intereses; la creación de vínculos entre instituciones financieras de países en desarrollo para financiar proyectos en gran escala, y los posibles arreglos adicionales en materia de créditos de exportación y de garantías, o seguros, para los créditos de exportación.

Paralelamente, y como otro paso hacia esquemas aún más completos de cooperación, los países no alineados acordaron considerar el establecimiento de arreglos monetarios entre países en desarrollo que incluyan el fortalecimiento de los arreglos de compensación de pagos actualmente existentes, la creación de otros nuevos en el plano subregional, interregional y regional, abiertos a todos los países en desarrollo, y la vinculación entre ellos.

3. *América Latina y las propuestas de solución*

Las características especiales de un grupo importante de países latinoamericanos, que están en el tramo de clasificación más alto entre los países en desarrollo, los deja en una posición intermedia en que no pueden obtener recursos de financiamiento concesionales, pero tampoco tienen acceso suficientemente expedito a otras formas de financiamiento. En realidad, la mayor parte de los países de la región queda excluida de las definiciones de países más pobres o más seriamente afectados.

Dentro de América Latina, como se señaló en la sección II, la situación de los diversos países no es homogénea. Mientras unos pocos caben dentro de las definiciones de países más pobres o más seriamente afectados, muchos quedan excluidos pese a su evidente necesidad de continuar contando con financiamiento concesional. Por su parte, un grupo de países de la región tiene ya algún acceso de cierta envergadura a los mercados privados de financiamiento, pero tal acceso está básicamente limitado al financiamiento de corto plazo.

Las clasificaciones internacionales de los países en desarrollo, que los dividen hoy en dos categorías, no responden ni sirven a las necesidades de América Latina. Para la región, una clasificación triple como la sugerida en la sección II podría resultar mucho más útil y significativa. En tal clasificación los países de más de 300 dólares de ingreso por habitante al año podrían dividirse en dos grupos, para lo cual no sólo se tendría en cuenta el ingreso per cápita sino también otras características. Estas últimas deberían incluir la estructura productiva y el grado de desarrollo industrial, las posibilidades efectivas de exportación y el acceso a los mercados financieros privados de corto y largo plazo. El grupo formado por aquellos países aún dependientes de la exportación de unos pocos productos básicos y con acceso limitado a los mercados privados de financiamiento podría recibir una cooperación económica y

financiera de orientación no muy distinta a la que América Latina obtenía a fines de los años sesenta. En cambio, los países de la región de economía más diversificada y con mayor acceso a las fuentes privadas de financiamiento podrían recibir un tipo de cooperación económica internacional diferente, adaptada a su realidad económica y que haga hincapié en un financiamiento con menor contenido concesional, tanto de fuentes públicas como privadas y con fuerte acento en los aspectos comerciales.

Para la mayor parte de América Latina tiene especial importancia el establecimiento de mecanismos que faciliten su acceso a las fuentes privadas de crédito, tales como esquemas multilaterales de garantía y mercados secundarios para emisiones de bonos así como la liberalización o eliminación de las restricciones para su acceso a los mercados de capitales de los países desarrollados. En cuanto a las fuentes públicas de financiamiento, para América Latina son de especial importancia los esfuerzos que hagan los gobiernos por ayudar al Banco Interamericano de Desarrollo a proporcionar recursos a los países latinoamericanos que solicitan su ayuda. Merece también especial atención el aumento de los recursos del Banco Mundial, en la medida en que este organismo continúe apoyando a la región.

También tiene particular interés para América Latina la ampliación de los recursos del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, que provee importante asistencia a los países y que requiere una base financiera estable y firme para sus actividades.

La tendencia al incremento rápido del financiamiento externo latinoamericano de fuentes privadas acentúa la necesidad de establecer mecanismos institucionales que contribuyan, por una parte, a evitar fluctuaciones bruscas en tal financiamiento y, por otra, a facilitar el acceso de la región a tales fuentes. En el plano regional, tales mecanismos incluyen aquellos que pueden mejorar la solvencia de los países, como la propuesta red de seguridad financiera.

La creciente importancia del financiamiento privado externo que se ha mencionado plantea la posible conveniencia de establecer mecanismos que permitan incorporar, a título experimental, a tres grupos importantes de partícipes: i) las fuentes públicas y privadas de asistencia financiera y técnica; ii) los países receptores y iii) instituciones o individuos de muy alta calificación técnica e independencia intelectual. Un mecanismo que incluya a estos tres grupos de partícipes podría facilitar el financiamiento conjunto de fuentes públicas y privadas y daría una mayor seguridad para planear el futuro. Al mismo tiempo, permitiría una evaluación objetiva del desempeño en el campo económico, tanto de acreedores como de deudores.

Desde un punto de vista más general, tienen especial interés para los países latinoamericanos las medidas destinadas a regularizar y hacer

menos errática la expansión de los mercados de euromonedas. Tales mercados están en general fuera del marco de acción de las autoridades monetarias nacionales y no se benefician directamente de los mecanismos nacionales de redescuento y otros que contribuyen a la fluidez del crédito interno. El establecimiento de mecanismos colectivos de redescuento, tal vez en un organismo internacional apropiado, tendría la doble ventaja de promover un comportamiento más estable del mercado de créditos en euromonedas y de facilitar una supervigilancia natural de las condiciones de dichos mercados. Tales mecanismos podrían dar además la posibilidad a otras instituciones internacionales o regionales de invertir parte de sus recursos en participaciones de créditos en euromonedas, orientados en las direcciones que sean más compatibles con los objetivos de cada institución.

Finalmente, también puede ser útil para un grupo importante de países latinoamericanos la posible creación de un servicio de refinanciamiento. Dicho servicio podría desempeñar un papel destacado si no se logra obtener un aumento verdaderamente apreciable de los recursos del FMI que sirvan como línea adicional de defensa frente a dificultades en los pagos externos.

Las propuestas señaladas tanto para los países en desarrollo en general como para América Latina reconocen un marco más amplio: el nuevo orden económico internacional y, en particular, la reforma del sistema monetario. En la medida en que se logre generar incentivos simétricos de ajuste para todos los países, regular la creación de liquidez internacional, establecer mecanismos que permitan distribuir dicha liquidez de manera que responda mejor a las necesidades de los países y evitar movimientos de recursos reales en direcciones no deseadas, impulsándolos hacia donde se les necesita, se habrá dado un paso decisivo para evitar el resurgimiento de los problemas que vienen observándose en el campo financiero externo.

Si se expanden considerablemente las exportaciones latinoamericanas, no se precisa poner tanto énfasis en las medidas de carácter financiero. Se observa así que tales medidas están vinculadas estrechamente con las que pueden adoptarse en el campo comercial.

Las sugerencias que se han mencionado pueden ofrecer paliativos a la situación actual, pero si se las encuadra en un marco general coherente que abarque una gama amplia de aspectos de la vida económica internacional, podría contribuir además a evitar que en el futuro se vuelva a producir una situación de agravados desequilibrios.

INFLACION MUNDIAL Y DEUDA EXTERNA: EL CASO DEL DEFLACTOR IMPROPIO

En la literatura sobre endeudamiento externo suele decirse que los países deudores se ven favorecidos por la inflación internacional, ya que ésta reduce el valor real de su deuda externa. Aún más algunos estudios señalan que para medir dicho valor real debe deflactarse el valor nominal de la deuda por un índice de precios de las exportaciones o por un índice de precios de las importaciones.[1]

Este artículo pretende demostrar que el efecto de la inflación internacional en la deuda externa es al menos incierto y que, en determinadas circunstancias, la inflación puede incrementar el peso de la deuda.

1. *El valor de la deuda*

El primer aspecto insatisfactorio del tratamiento del valor de la deuda reside en el hecho que se adopta como base de cálculo un monto que representa la suma del valor nominal de los créditos obtenidos menos las amortizaciones hasta la fecha.[2] Esta suma o valor neto nominal de la deuda no corresponde necesariamente al valor presente de los pagos futuros por amortización e intereses. La diferencia entre ambos valores dependerá normalmente (dejando de lado consideraciones de riesgo, eventuales renegociaciones futuras e insolvencia "intencional") por una parte, de la diferencia entre la tasa interna de retorno implícita en el perfil de amortizaciones e intereses, y la tasa de descuento efectivamente utilizada por el país deudor para actualizar los pagos futuros. Además, desde el punto de vista del país deudor, el valor presente de los pagos futuros (en términos del costo real de servir la deuda) puede diferir del valor nominal neto de la deuda si es que el precio social de la divisa no permanece constante a lo largo del tiempo.

La tasa de interés contractual de un préstamo no es siempre igual a la tasa efectiva. El elemento que más diferencia produce entre ambas es el perfil de las amortizaciones y del pago de intereses. Por ejemplo, si hay años de gracia la tasa efectiva, o tasa interna de retorno implícita en el

[1] Véase, por ejemplo, Banco Mundial, *World Debt Tables, External Public Debt of LDCs*, 31 de octubre de 1976, volumen I, y R. Aliber, *Perspectives on LDC External Indebtedness*, Conferencia sobre Política Financiera Externa, Santiago, 31 de marzo a 2 de abril de 1977.

[2] Esta discusión no se refiere al grado de cobertura de las actuales cifras sobre deuda externa ni a la medición de ésta sobre la base de la deuda contratada o de la deuda efectivamente utilizada. Para los propósitos de este trabajo se considerará como deuda externa toda obligación, cuyo monto o cuyo método de determinación se conoce, de pago futuro al exterior para fechas determinadas.

préstamo, será inferior a la tasa de interés contractual. Es decir, aquella tasa que iguala el valor presente de los pagos futuros por amotizaciones e intereses con el valor nominal neto del préstamo diferirá de la tasa de interés contractual.

Por su parte, la tasa efectiva generalmente diferirá de la tasa que un país considera más apropiada para aplicar a los pagos futuros de amortización e intereses con el fin de obtener el valor presente de esos pagos. Esta diferencia se produce por una diversidad de razones: las consideraciones de riesgo hechas por el país prestamista pueden diferir de las del país prestatario; la escasez relativa de capital, así como la tasa social de preferencia en el tiempo en ambos países será en general distinta; y, por último, la tasa de inflación externa esperada por el país deudor puede diferir de aquella esperada por el país acreedor, con lo que para una misma tasa nominal de interés, las tasas reales esperadas serán distintas. Por supuesto, ambas expectativas de inflación, la del país deudor y la del acreedor, pueden no coincidir con la inflación efectiva.

Como se ve, aun cuando no hubiesen elementos concesionales en los préstamos, y tampoco expectativas de inflación, el valor presente de los pagos futuros por amortización e intereses puede diferir del valor nominal neto de la deuda, debido a las diferentes tasas que aplican el país acreedor y el país deudor para actualizarlos.

Los supuestos necesarios para identificar el valor presente de los pagos futuros de una deuda con su valor nominal neto son extraordinariamente restrictivos. En general, el valor presente de los pagos futuros diferirá del valor nominal neto de la deuda.

Desde el punto de vista del país deudor, el peso de su deuda debería medirse en función del costo que le signifique hacer los pagos futuros por amortizaciones e intereses. Por ejemplo, para un país que tenga una deuda cuyo valor nominal neto sea de 5 000 millones de dólares, el peso de dicha deuda es completamente distinto si ella debe amortizarse en 10 años con una tasa de interés de un 3%/o anual, que si debe amortizarse en el mismo plazo, pero con una tasa de 10%/o anual. Suponiendo cuotas iguales de amortización en ambos casos, e intereses aplicados sobre el saldo adeudado, el valor presente de los pagos futuros es de 4 421 millones de dólares en el caso más favorable y de 5 980 millones de dólares en el caso más desfavorable.[3] A igual valor nominal neto, el peso de la deuda es completamente distinto en un caso que en el otro, diferencia que queda encubierta cuando se analiza la deuda medida en términos de su valor nominal neto. Este último solamente tendría importancia (fuera del posible efecto de su monto en el endeudamiento

[3] En este ejercicio se supone que el valor social de la divisa permanece constante a lo largo del tiempo.

futuro del país) si la deuda debiera pagarse en su totalidad de inmediato lo que, naturalmente, no está entre las opciones pertinentes.

Cuando se analiza el peso de la deuda, lo que interesa medir es el sacrificio que debe hacer el país para cumplir sus compromisos con el exterior, en las condiciones en que ellos han sido pactados. Como se ha visto, dicho sacrificio se mide mas bien en función de los pagos futuros que del valor nominal neto; su evaluación debe hacerse considerando el menor consumo o la menor inversión necesarios para pagar la deuda.

En otras palabras, el peso de la deuda ha de medirse en relación con los recursos reales que un país debe destinar a pagarla, distrayéndolos del consumo o la inversión internos y destinándolos a la producción de bienes transables internacionalmente, con el fin de generar el superávit necesario para pagar la deuda. El proceso consta entonces de dos etapas: primero, generar el ahorro necesario y luego, transformar dichos recursos (internos) en moneda extranjera.

El costo marginal de transferir recursos en la dirección señalada está dado por el precio social de la divisa. Por este motivo, para medir el peso de los servicios futuros de la deuda de un país en términos de los recursos reales, debe estimarse la trayectoria futura del precio social de la divisa.[4]

Este último punto es de gran importancia. Aun cuando coincida la tasa interna de retorno de un préstamo con la tasa social de descuento utilizada por el país deudor, un aumento en el precio social de la divisa previsto para el futuro puede hacer que el valor presente de los pagos futuros de la deuda sea mayor en términos de recursos reales nacionales de lo que lo sería si el precio social de la divisa se mantuviese constante. Por otra parte, si se reduce el precio social de la divisa, el monto de recursos reales necesarios para pagar la deuda en el futuro puede ser menor; es decir, es posible que se destine un volumen menor de recursos para servir este objetivo.[5]

Todas estas consideraciones señalan que hay un grado de incertidumbre en las estimaciones tanto del costo de los recursos reales necesarios para hacer los pagos futuros de la deuda, como del valor presente de ésta. La tasa futura esperada de inflación internacional

[4] Algunos análisis teóricos sobre el tema, así como estimaciones empíricas, pueden encontrarse en E. Bacha y L. Taylor, "Foreign Exchange Shadow Prices: A Critical Review of Current Theories", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXXV Nº2 mayo de 1971, pp. 197-224; y A. Guadagni, *Los precios sombra en la evaluación social de proyectos de inversión*, Fondo Nacional de Preinversión, Junta Nacional de Planificación, Banco Interamericano de Desarrollo, Quito, marzo de 1976.

[5] Como se verá en las páginas que siguen, debe estudiarse el efecto de la inflación mundial sobre el precio social de la divisa junto con su impacto sobre el servicio nominal —en dólares— de la deuda.

puede diferir de la tasa efectiva, y la tasa social real de descuento, así como el precio social de la divisa, pueden cambiar a lo largo del tiempo.

2. *El procedimiento de deflactación*

Generalmente el efecto de la inflación mundial sobre la deuda externa de los países en desarrollo se toma en cuenta a través de la deflactación del valor nominal neto de la deuda en diversos años por un índice de precios internacionales, con la idea de medir el costo de servir la deuda en términos de recursos reales.

En realidad, tal operación permite evaluar los bienes y servicios que, a precios constantes, podrían adquirirse en el mercado internacional si el valor nominal neto de la deuda fuese destinado a ello. Pero lo que interesa saber al país deudor es el valor de los recursos reales o bienes y servicios que debe destinar al pago futuro de amortización e intereses de la deuda, y no cuántos bienes y servicios podrían adquirirse en el mercado del país acreedor con el valor neto nominal de la deuda.

Lo correcto es comprender que la inflación mundial[6] afecta al valor real de servir la deuda básicamente desde tres puntos de vista. En primer lugar, puede modificar los pagos futuros, principalmente de intereses, con lo que el valor nominal neto por este solo hecho deja de ser un buen indicador de la deuda externa efectiva. Además, es preciso considerar, como se señaló anteriormente, el impacto de la inflación mundial sobre la tasa nominal de descuento aplicable a los pagos futuros de la deuda.

Por otra parte, la inflación mundial afecta también al valor social de la divisa, que es una variable de primera importancia en la determinación del costo real de servir la deuda externa. Concretamente, al multiplicar el servicio de la deuda en dólares por el valor social de la divisa se obtiene el valor de servir la deuda en recursos nacionales.

Finalmente, la inflación mundial puede afectar también el sacrificio interno necesario para obtener el valor determinado en el párrafo anterior. Este sacrificio (menor consumo presente y/o futuro) para servir la deuda externa constituye, en último término, el verdadero costo en que se incurre en cada período al generar los recursos necesarios para servir tal deuda.

[6] Para estos propósitos, la tasa internacional de inflación se define como un promedio ponderado de las tasas de aumento de los precios en los países con los cuales el país deudor realiza transacciones. Dichos precios deberían depurarse de variaciones en los tipos de cambio entre las monedas de aquellos países y la moneda de intervención que utilice el país deudor; los factores de ponderación deberían corresponder a la importancia relativa de cada uno de aquellos países en las transacciones con el país deudor pertinente, incluyendo no sólo bienes y servicios, sino también movimientos de capitales.

Evidentemente, al deflactar una serie expresada en términos nominales por un índice de precios creciente se obtendrán valores reales inferiores a los nominales. Lo que no es obvio es si dicho procedimiento aplicado al monto nominal de la deuda es correcto. Supóngase, por ejemplo, dos períodos consecutivos en los cuales el valor nominal neto de la deuda se mantiene constante. Supóngase además que existe una inflación mundial de 10% y que dicha tasa de inflación se refleja perfectamente en las tasas de intereses internacionalmente vigentes y aplicables al valor de la deuda. Si se deflacta ese monto por un adecuado índice de precios se verá que dicho monto en el segundo período, en términos reales, aparece 10% inferior al del primer período. En cambio, por el hecho de que los tipos de intereses reflejan la inflación internacional, el valor presente de los pagos futuros en términos reales será el mismo en ambos años y, por tanto, el peso de la deuda mirado desde el punto de vista del país deudor, no se habría alterado por la inflación internacional.

En realidad, si el tipo de interés refleja las expectativas de inflación y ellas corresponden a la inflación efectiva, la inflación internacional no reduce el valor actual de los futuros pagos de la deuda, sino que lo deja constante. Sólo si la inflación efectiva fuese superior a aquella reflejada en la tasa de interés habría reducción en el valor actualizado de los pagos futuros de la deuda (aun cuando probablemente seguiría siendo superior al valor nominal neto). En cambio, si la inflación efectiva fuese inferior a la esperada, habría un aumento en el valor presente de la deuda externa.

Esto mismo puede explicarse de otra manera. Si la inflación efectiva supera a la implícita en el tipo de interés del préstamo, la tasa a la cual hay que actualizar los pagos futuros será mayor que la tasa del préstamo y, por tanto, se reducirá el valor presente del pago futuro de la deuda. Nótese que esta situación se debe a la discrepancia entre la tasa esperada y la tasa efectiva de inflación, y no solamente al hecho de que exista inflación. Si el tipo de interés incorpora la inflación esperada, entonces la medición del peso de la deuda (aun cuando no haya elemento concesional alguno, ni discrepancia entre las tasas de descuento del país deudor y la tasa de retorno implícita en el préstamo) mediante la deflactación del valor nominal neto de ésta por algún índice de precios internacionales, lleva a subestimar el peso de la deuda, subestimación que puede ser de magnitud importante.

En los últimos diez años ha cambiado drásticamente la estructura de la deuda de los países en desarrollo, reduciéndose fuertemente aquella de fuentes oficiales con algún contenido concesional y aumentando a aquella de fuentes privadas, no concesionales y a tasas de interés flotantes que se revisan cada seis meses. Este fenómeno, que ha sido especialmente notable para América Latina, subraya la importancia de

tomar en cuenta las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés, cuando se pretende estimar el peso de la deuda para un país determinado.

Estrictamente la carga para el país de servir la deuda se compone, en cada período, de dos elementos: el mayor ahorro (menor consumo presente) o la menor inversión (menor consumo futuro) necesarios, y la transformación de ese volumen de recursos internos en divisas. El factor de conversión en este último punto lo constituye el valor social de la divisa.

En otras palabras, en cada período de pagos es preciso multiplicar el monto de divisas que hay que cancelar por el precio social de las mismas, para así tener una correcta evaluación del monto de recursos reales internos, necesario para servir la deuda externa. El valor actualizado de dichas corrientes (medido en moneda de valor constante del país deudor) corresponde al monto de recursos internos reales que es necesario utilizar para asegurar los pagos futuros.

En la mayoría de los países en desarrollo no hay series cronológicas confiables del precio social de la divisa. Por otra parte, como lo que interesa analizar aquí es el efecto de la inflación mundial en el costo real de servir la deuda externa, no se considerará una serie de elementos ajenos a la evolución de los precios internacionales, que afectan al valor del tipo de cambio social, como catástrofes naturales (sequías, heladas, terremotos), huelgas en actividades importantes de exportación e importación, cambios en la entrada neta de capitales externos, modificaciones de la política comercial, etc.

Si en el proceso de inflación mundial los precios internos del país deudor se mantienen constantes y no hay variación en la relación de precios del intercambio, el valor social de la divisa cae debido a la inflación internacional. Si los tipos de interés aplicables a la deuda reflejan correctamente el alza internacional de precios, entonces el servicio de la deuda aumentará en proporción a la inflación, con lo que el valor de los recursos internos destinados a servir la deuda externa no sufrirá mayores alteraciones.

Si junto con la inflación internacional hay empeoramiento de la relación de precios del intercambio, por este último efecto se reduce el bienestar general. Por otra parte, se observa que la inflación internacional merma el valor social de la divisa; sin embargo, el empeoramiento de la relación del intercambio en el corto plazo tiende a producir un efecto contrario si la elasticidad del quántum de importaciones ante el valor unitario de las mismas, en términos absolutos, es menor que 1. En este caso, se hace ambiguo el sentido de la modificación del valor social de la divisa. No obstante, en la generalidad de los casos la eventual reducción del valor social de la divisa será menos que proporcional a la tasa de inflación mundial, por lo que el sacrificio interno requerido para servir la deuda externa tenderá a aumentar.

Si la inflación internacional se acompaña de un mejoramiento de la relación de precios del intercambio del país deudor es claro que además de elevarse el bienestar general, el costo de servir la deuda se reduce. La causa de esto último radica en que el tipo de cambio social baja por la inflación mundial, y por el mejoramiento de la relación del intercambio, con lo que la caída proporcional del valor social de la divisa tiende a ser mayor que el crecimiento proporcional del servicio de la deuda. En esta forma, el costo para el país de servir su deuda externa tiende a reducirse.

Todo lo anterior indica que se comete un error serio cuando se intenta medir el valor real de la deuda con el fin de representar el peso de ésta para el deudor mediante la deflactación del valor neto nominal de ella por un índice de precios de importaciones o de exportaciones del país deudor.

Cabe insistir que lo que se intenta medir es el uso de los recursos reales para servir la deuda. Si el alza real de precios se manifiesta principalmente en incremento de los precios de bienes importados por el país deudor, para obtener un mismo nivel de bienestar nacional habrá que dedicar un volumen mayor de recursos a la actividad exportadora, con lo cual se reducirá el consumo presente o futuro del país deudor y, en consecuencia, su bienestar. El problema puede visualizarse también considerando que para mantener el mismo valor de las importaciones, habrá que reducir el volumen físico importado, con lo que descenderá también el consumo y/o la inversión, y con ello el crecimiento económico del país. Un análisis similar (aunque en sentido contrario) es válido si el alza mundial de precios se manifiesta principalmente en un aumento de los precios de exportación.

En consecuencia, tan importante como la evolución de los precios de importación lo es la de los precios de exportación para estimar el efecto neto sobre la situación de los países deudores de un alza de los precios en los mercados mundiales. En particular, el procedimiento bastante generalizado de deflactar la deuda externa por un índice de precios de importación del país deudor incurre básicamente en dos errores de importancia. Primero, al tomar como indicador de la deuda externa el valor nominal neto de la misma, no se incorpora el efecto de un probable aumento de los intereses futuros en el servicio de la deuda. En segundo lugar, al deflactar por un índice de precios de importación, no se está considerando para nada la evolución de los precios de exportación. Al estar en equilibrio la cuenta corriente de la balanza de pagos,[7] si éstos suben a una tasa similar a la de los primeros, dejan inalterado el valor real de la deuda, y si suben a una tasa inferior a la de los primeros, tienden a elevar el costo de servir la misma; sin embargo, en ambos

[7]En el apéndice se analiza también el caso en que existe déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

casos, el procedimiento tradicional de deflactación resulta en un descenso apreciable del valor real de la deuda. Y si los precios de exportación crecen a una tasa superior a los de importación, el procedimiento tradicional subestima la reducción en el valor real de la deuda.

Parece, por lo tanto, que un deflactor más adecuado (es decir que lleve incorporado un menor error) sería el índice de la relación de precios del intercambio del país deudor. En esta forma (considerando que el valor de la deuda está medido "correctamente"), la inflación mundial "neutral" deja inalterado el valor real de la deuda. Con el uso de este deflactor, un empeoramiento en la relación de precios del intercambio aumenta el valor real de la deuda (lo que parece bastante razonable para períodos cortos) y un mejoramiento de dicha relación reduce el costo real de servir la deuda.

Cabe señalar que el uso del índice de la relación de precios del intercambio como deflactor acompañado de una medición adecuada del valor de la deuda externa, si bien no incorpora todos los efectos de la inflación mundial en el valor real de la deuda, reduce apreciablemente el margen de error existente en los cálculos tradicionales.

En general, cuando el escenario internacional se caracteriza por la inflación y los países industriales adoptan políticas tendientes a controlar el alza de los precios, el efecto recesivo de dichas políticas se manifiesta con mayor fuerza en los precios de los productos primarios que exportan usualmente los países en desarrollo. Por lo tanto, si bien en sus etapas de crecimiento y aceleración, la inflación mundial puede beneficiar a muchos países exportadores de productos primarios, es probable que ocurra lo contrario en su fase de estabilización.

Desde este punto de vista, el énfasis en las políticas de estabilización por parte de los países industriales, que se perfila como característico de la economía mundial en el futuro próximo, no augura una evolución favorable.

Finalmente, cabe preguntarse por qué casi todos los estudios sobre deuda externa abordan el problema en términos de su valor nominal neto y de algún índice de precios de exportación o de importación. Parece haber dos causas para ello: una es que el problema ha sido enfocado en muchos casos desde el punto de vista de los países acreedores, los que sufren una pérdida de capital como consecuencia de la inflación mundial, y consideran a ésta una ganancia para los países deudores; la otra es que el argumento se ha esgrimido en circunstancias en que la mayor parte de la deuda externa de los países en desarrollo era de fuentes oficiales (bilaterales y multilaterales), con pagos futuros fijos en términos nominales.

De las páginas anteriores se concluye que el procedimiento de tomar el valor nominal neto de la deuda y deflactarlo por un índice de precios no es el más esclarecedor para analizar el peso real de la deuda externa

para los países deudores en la actualidad. La evolución de su relación de precios del intercambio, la trayectoria del precio social de la divisa y el cambio en las fuentes de financiamiento externo, con el consiguiente cambio en la estructura de plazos de la deuda y con la incorporación de la inflación anticipada en la determinación de los costos financieros de los créditos externos, son elementos que contribuyen a determinar el efecto neto de la inflación mundial sobre el peso de la deuda externa para los países deudores.

A continuación, y con el sólo propósito de ilustrar la importancia cuantitativa de los elementos señalados en páginas anteriores se presenta, para algunos países de América Latina, una comparación entre el valor nominal neto de la deuda, deflactada tanto por índices de precios de las importaciones como por índices de la relación de precios del intercambio.

3. *La inflación y la deuda externa de algunos países latinoamericanos*

En el período 1967-1974, en el Brasil el promedio anual acumulativo del crecimiento nominal de la deuda externa garantizada alcanzó a 26.2%. Si se deflacta la deuda por un índice de precios de las importaciones, este crecimiento se reduce a menos de la tercera parte (8.3%). En cambio, si se deflacta por el índice de la relación de precios del intercambio de Brasil, el crecimiento medio llega a ser de 18.9%, lo que ésta señalando, en primer lugar, que en el período considerado mejoró esa relación, y en segundo lugar, que el crecimiento medio anual "real" de la deuda externa garantizada fue 28% menor que el nominal, en lugar del 68% que se deduce de la deflactación simple por un índice de precios de las importaciones.

Algo similar ocurre con Chile y Honduras en el mismo período. En efecto, como se observa en el cuadro 1, en Chile el crecimiento "real" de la deuda externa garantizada fue muy similar, en promedio, al de la deuda nominal, siendo el primero sólo un 4% inferior al último. En cambio, si se utiliza un índice de precios de las importaciones como deflactor, se deduce que la deuda externa habría crecido en promedio, al 8% anual, ritmo inferior en más de 50% al crecimiento de la deuda nominal.

El caso de Honduras es aún más interesante, por cuanto el crecimiento anual "real" *supera* al de la deuda nominal. En efecto, mientras que este último alcanzó como promedio 21.4%, el primero llegó a 23.5%. En cambio, el crecimiento de la deuda externa garantizada deflactada por el índice de precios de las importaciones no alcanzó al 10% anual.

Finalmente cabe señalar que en estos cálculos se utilizó como valor de la deuda el valor nominal neto de la deuda externa garantizada. Debido al cambio experimentado por la composición de la deuda externa de América Latina, lo más probable es que tanto su monto como su ritmo de crecimiento estén subestimados, debido a la importancia creciente de la deuda no garantizada y con interés flotante. Al no considerarse esto, el valor nominal neto de la deuda resulta inferior al que se obtendría mediante un cálculo que incorpore los elementos señalados.

Ahora, si se considera sólo el año 1975, se observa que el crecimiento del componente no garantizado del endeudamiento externo de algunos países de América Latina ha sido muy superior al componente garantizado, lo que corrobora la importancia de no utilizar el concepto de valor nominal neto en los cálculos del costo real de servir la deuda. Además, se confirma lo señalado en los párrafos anteriores acerca de las grandes diferencias que se obtienen al deflactar por un índice de precios de las importaciones (PM) en vez de hacerlo con PX/PM.M.

Cuadro 1

DEUDA EXTERNA:[a] TASAS DE CRECIMIENTO,[b] 1967-1974

(Porcentajes)

	DGE	*DGE/PM*	*DGE/ (PX/PM)*
Brasil	26.2	8.3	18.9
Chile	17.3	8.0	16.6
Honduras	21.4	9.8	23.5

Nota: DGE = deuda externa garantizada; PM = índice de precios de las importaciones; PX = índice de precios de las exportaciones.

[a]Valor nominal neto de la deuda externa garantizada. Cifras del Banco Mundial.

[b]Promedios acumulativos anuales.

Para Argentina, México y Perú, la deuda externa garantizada creció durante 1975 en 1.9%, 31.6% y 15.2%, mientras que la deuda no garantizada lo hizo a tasas de 28.5%, 41.6% y 15.7%, respectivamente. (Véase el cuadro 2.)

El efecto de la inflación mundial y de la variación de la relación de precios del intercambio sobre el perfil y tasas de crecimiento de la deuda es de gran importancia. En Argentina, mientras que la deuda nominal total creció en 10.7%, al deflactarse por PM, desciende 2.5% (la deuda externa garantizada baja 10.3%, habiendo crecido en

términos nominales, sin deflactación, menos de 2%). En cambio, al deflactar por PX/PM, el crecimiento de la deuda total llega a 29.8% (el de la deuda externa garantizada no alcanza al 20%), siendo así *superior* al crecimiento de la deuda nominal total (DNT).

Cuadro 2

1975: TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA

(Porcentajes)

	A *Valor nominal neto*			*B* *A/PM*[a]		*C* *A/(PX/PM)*[b]	
	Garantizada	*No garantizada*	*Total*	*Garantizada*	*Total*	*Garantizada*	*Total*
Argentina	1.9	28.5	10.7	-10.3	-2.5	19.5	29.8
México	31.6	41.6	35.3	20.4	23.8	31.2	34.8
Perú	15.2	15.7	15.4	3.3	3.4	30.4	30.5

[a]Deuda externa deflactada por un índice de valor unitario de las importaciones.

[b]Deuda externa deflactada por un índice de la relación de precios del intercambio.

En México, la DNT creció 35.3%; aquélla deflactada por PM sube 23.8%, mientras que al utilizar PX/PM como deflactor, el crecimiento llega al 34.8%, o sea, casi igual al crecimiento de la DNT.

Finalmente, en Perú, mientras que la DNT creció 15.4%, y aquella deflactada por PM se elevó 3.4% (un ritmo 78% inferior), la deuda "real" aumentó 30.5%, el *doble* del crecimiento de la DNT.

Al igual que en el análisis del período 1967-1974, cabe recordar que las cifras de deuda externa aquí utilizadas corresponden al valor nominal neto, sin incluir el efecto de tasas de interés flotantes, con lo que seguramente se subestima el valor real de la deuda.

APENDICE

EFECTO DE LA INFLACION MUNDIAL SOBRE EL VALOR SOCIAL DE LA DIVISA

Suponiendo que, a través del tiempo,los precios absolutos de los productos transados internacionalmente son crecientes, el análisis siguiente intenta evaluar el efecto de la inflación mundial sobre el precio social de la divisa.

La metodología utilizada deriva del enfoque del precio social de la divisa, que lo define como aquel que regiría en caso de haber libre comercio internacional.

Supondremos que el flujo neto de divisas provenientes de fuentes distintas a las de la cuenta corriente del balance de pagos es constante y, en particular, que es independiente tanto del ritmo de inflación internacional como de la evolución de la relación de precios del intercambio del país deudor.

Sea

D = flujo de demanda de divisas por período de tiempo

O = flujo de oferta de divisas por período de tiempo

Entonces,

$$D = D\,(pi,\ t/p,\ y) \qquad (1)$$

$$O = O\,(\bar{p}e,\ t/p,\ y) \qquad (2)$$

pi = valor unitario de las importaciones

t = tipo de cambio nominal de equilibrio bajo libre comercio

p = nivel de precios internos

y = ingreso real (incluye el efecto de la variación de la relación de precios del intercambio)

$\bar{p}e$ = valor unitario de las exportaciones.

Diferenciando totalmente (1) y (2) se obtiene

$$dD = \frac{\delta D}{\delta\, pi}\, dpi + \frac{\delta D}{\delta\,(t/p)}\, d\,(t/p) + \frac{\delta D}{\delta y}\, dy \qquad (3)$$

$$dO = \frac{\delta O}{\delta\, pe}\, dpe + \frac{\delta O}{\delta\,(t/p)}\, d(t/p) + \frac{\delta O}{\delta\, y}\, dy \qquad (4)$$

$$dD = dO \longrightarrow$$

$$d\,(t/p) = \frac{\dfrac{\delta D}{\delta pi}\,dpi + \dfrac{\delta D}{\delta y}\,dy - \dfrac{\delta O}{\delta pe}\,dpe - \dfrac{\delta O}{\delta y}\,dy}{\dfrac{\delta O}{\delta (t/p)} - \dfrac{\delta D}{\delta (t/p)}} \qquad (5)$$

Si no consideramos el efecto de la variación de la relación de precios del intercambio sobre el ingreso nacional, de (5) se obtiene que:

$$(t/p) = \frac{piqi\,(1 + N)\dfrac{\dot{p}\,i}{pi} - peqe\,(1 + E)\dfrac{\dot{p}\,e}{pe}}{\dfrac{\delta O}{\delta(t/p)} - \dfrac{\delta D}{\delta(t/p)}} \qquad (6)$$

donde

$\dot{x}$ = es la derivada total de x con respecto al tiempo

qe = quántum de exportaciones

qi = quántum de importaciones

N = elasticidad parcial de la cantidad demandada de importaciones respecto de su valor unitario

E = elasticidad parcial de la cantidad ofrecida de exportaciones respecto de su valor unitario.

I. Si suponemos que el balance de cuenta corriente está en equilibrio, definiendo Vi = piqi; Ve = peqe (Vi = Ve = Vo), y expresamos el denominador de la expresión (6), que es positivo, como H, se obtiene:

$$(\dot{t/p}) = \left[\frac{Vo}{H}\right]\left\{(1 + N)\frac{\dot{p}\,i}{pi} - (1 + E)\frac{\dot{p}\,e}{pe}\right\} \qquad (7)$$

De la ecuación (7) se observa que si

(i) $/N/ \gtreqqless 1$ y ($\dot{p}\,e$, $\dot{p}\,i > O$), $(\dot{t/p}) < O$

(ii) Si $\dfrac{\dot{p}\,i}{pi} = O$, $(\dot{t/p}) < O$

(iii) Si $\dfrac{\dot{p}\,i}{pe} = O$, $(\dot{t/p}) \gtreqqless O$ si $/N/ \lesseqqgtr 1$

Finalmente, si

$$\frac{\dot{p}i}{pi} = (1 + a)\frac{\dot{p}e}{pe} \tag{8}$$

donde $a \gtreqless -1$, se pueden distinguir, básicamente, las siguientes situaciones:

(A) $a = O$

Entonces (7) se expresa como

$$(\dot{t}/p) = [\frac{Vo}{H}] (\frac{\dot{p}e}{pe}) \left\{ N - E \right\} \tag{9}$$

Dado que $E \gtreqqless O$ y $N \lesseqgtr O$, de (9) se deduce que *si hay inflación mundial y no hay variación en la relación de precios del intercambio, se reduce el valor social de la divisa.*

(B) $a \neq O$

Entonces (7) se expresa como

$$(\dot{t}/p) = (\frac{Vo}{H}) (\frac{\dot{p}e}{pe}) \left\{ (1 + N)(1 + a) - (1 + E) \right\} = (\frac{Vo}{H}) (\frac{\dot{p}e}{pe}) S \tag{10}$$

de donde $(\dot{t}/p) \gtreqqless O$ si $S \gtreqqless O$

(B.1) $a > O$

$S \gtreqqless O$ si $(1 + N)(1 + a) - (1 + E) \gtreqqless O$

$(1 + N)(1 + a) \gtreqqless (1 + E)$

Para $/N/ < 1$, $(1 + N) > O$ y, por tanto,

$S \gtreqqless O$ si $(1 + a) \gtreqqless \frac{1 + E}{1 + N}$

$$(\dot{t/p}) \gtreqless O \quad \text{si } a \gtreqless \frac{E - N}{1 + N}$$

En resumen, si junto con la inflación mundial hay deterioro en la relación de precios del intercambio (pero $\dot{p}i > O$ y $\dot{p}e > O$), el valor social de la divisa tiende a subir sólo[a] si se dan simultáneamente dos condiciones: una, que $/N/ < 1$ y, dos, que el valor unitario de las importaciones crezca a una tasa porcentual superior en $\frac{E - N}{1 + N}$ veces a la tasa de crecimiento del valor de las exportaciones.

(B.2) $a < O \quad (y\ a \geqq -1)$

$$S \gtreqless O \text{ si } (1 + N)\ (1 + a) - (1 + E) \gtreqless O$$

Como $(1 + a) \geqq O$, si $/N/ < 1$

$$S \gtreqless O \text{ si } 1 + a \gtreqless \frac{1 + E}{1 + N}$$

$$S = O \text{ si } a = \frac{E - N}{1 + N} \tag{11}$$

Pero como $(E - N)$ y $(1 + N)$ son positivos, y como a es negativo, de (11) se deduce que $(\dot{t/p}) < O$, si $a < O$ para cualquier valor de N y de E.

En resumen, *si junto a la inflación mundial hay un mejoramiento en la relación de precios del intercambio, el valor social de la divisa necesariamente disminuye.*

II. Si consideramos que el saldo del balance en cuenta corriente es negativo y constante,

$$Vi = Ve + Z \tag{12}$$

donde $Z > O$

De las ecuaciones (6) y (12) se obtiene:

[a]Un desmejoramiento de la relación de precios del intercambio puede reducir (o aun invertir) los movimientos de capitales netos hacia el país en cuestión. Ello se debe a que tal deterioro puede crear expectativas (correctas o incorrectas) de una devaluación. Por este efecto, se aumenta la probabilidad de que un desmejoramiento de la relación de precios del intercambio incremente el valor social de la divisa.

$$(t/p) = \frac{Ve\left\{(1+N)\frac{p^{\cdot}i}{pi} - (1+E)\frac{p^{\cdot}e}{pe}\right\} + Z(1+N)\frac{p^{\cdot}i}{pi}}{H} \qquad (13)$$

De la ecuación (13) se observa que si

(i) $/N/ \gtreqqless 1$ y $(p^{\cdot}e, p^{\cdot}i > O)$, $(\dot{t/p}) < O$

(ii) Si $\frac{p^{\cdot}i}{pi} = O$, $(\dot{t/p}) < O$

(iii) Si $\frac{p^{\cdot}e}{pe} = O$, $(\dot{t/p}) \gtreqqless O$ si $/N/ \lesseqqgtr 1$

A su vez, si

(a) a = O, de la ecuación (13) se obtiene:

$$(\dot{t/p}) = \frac{(1+N)\frac{p^{\cdot}i}{pi}\,Vi - (1+E)\frac{p^{\cdot}i}{pi}\,Ve}{H}$$

Por lo tanto,

$$(\dot{t/p}) \gtreqqless O \quad \text{si} \quad \frac{Z}{Ve} \gtreqqless \frac{E-N}{1+N} \qquad (14)$$

De (14) se deduce que si no hay variación en la relación de precios del intercambio y si $/N/ < 1$, la inflación mundial provoca un alza (no altera o baja) en el precio social de la divisa *si el déficit en cuenta corriente expresado como porcentaje de las exportaciones supera* (iguala o es menor) al cuociente entre la suma del valor absoluto de las elasticidades E y N, y la suma de N + 1.

Alternativamente, dado que $/N/ < 1$, si a = O, la probabilidad de que $(t/p) > O$ es función directa de la magnitud del déficit en cuenta corriente y es función inversa del valor de E.

(B) $a \neq O$

Entonces (13) se expresa como

$$(\dot{t/p}) = \frac{p^{\cdot}e}{pe}\left\{(1+N)(1+a) - (1+E)\right\} + Z(1+N)(1+a)\frac{p^{\cdot}e}{pe}$$

$$(\dot{t/p}) = \frac{\dot{p}_e}{pe} \left\{ Vi\,(1+N)\;(1+a) - Ve\,(1+E) \right\} \qquad (15)$$

de donde si se define $W = Vi\,(1+N)\,(1+a) - Ve\,(1+E)$

$$(\dot{t/p}) \gtreqless O \quad \text{si } W \gtreqless O$$

(B.1) $a > O$

$$\text{Para } /N/ < 1,\ W \gtreqless O \quad \text{si } 1 + a \gtreqless \frac{Ve\,(1+E)}{Vi\,(1+N)}$$

$$1 + a \gtreqless (1 - \frac{Z}{Vi})\ (\frac{1+E}{1+N})$$

O sea,

$$(\dot{t/p}) \gtreqless O \text{ si } a \gtreqless \frac{E-N}{1+N} - \frac{Z}{Vi}\ (\frac{1+E}{1+N})$$

Se observa que en este caso (en comparación a la situación donde $Z = O$) se requiere un menor deterioro relativo en la relación de precios del intercambio para que, junto con $/N/ < 1$, la inflación mundial provoque un alza en el precio social de la divisa.

(B.2) $a < O \quad (a \geqq -1)$

Como $(1 + a) > O$, si $/N/ < 1$

$$W \gtreqless O \text{ si } (1+a) \gtreqless \frac{Ve}{Vi}\ \frac{(1+E)}{(1+N)}$$

Como $(1 + a) < 1$, una condición suficiente para que $W < O$, es que

$$\frac{Ve}{Vi}\ \frac{(1+E)}{(1+N)} \geqq 1$$

$$\text{O sea } \frac{Z}{Ve} \leqq \frac{E-N}{1+N}$$

Asimismo, una condición necesaria para que en esta situación $W \overset{>}{=} O$ es que $\frac{Z}{Ve} > \frac{E - N}{1 + N}$.

Valores del coeficiente: $\frac{Z}{Ve}$

	1974	*1975*	*1976*	*1974/76*
Brasil	0.84	0.71	0.54	0.70
Chile	0.18	0.38	-0.02	0.18
Honduras	0.38	0.44	0.31	0.38
Argentina	-0.24	0.37	-0.13	0.07
México	0.46	0.66	0.49	0.54
Perú	0.41	0.92	0.60	0.64

Se observa que, en general, el coeficiente no supera el valor 0.7. Este debe compararse con: $\frac{E - N}{1 + N}$ $(/N/ < 1)$ en algunos casos, para deducir el cambio del valor social de la divisa. Si $N = -\frac{1}{2}$ esto significa que para que $0.7 \underset{<}{\overset{>}{=}} \frac{E - N}{1 + N}$; $E \underset{>}{\overset{<}{=}} 0.85$.

CUADERNOS DE LA CEPAL

Nº 1

América Latina: El nuevo escenario regional y mundial
Exposición del Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina, señor Enrique V. Iglesias, en el decimosexto período de sesiones de la Comisión

Nº 2

Las evaluaciones regionales de la Estrategia Internacional de Desarrollo
Evaluación de Quito. Resolución 320 (XV) de la CEPAL
Evaluación de Chaguaramas. Resolución 347 (XVI) de la CEPAL

Nº 3

Desarrollo humano, cambio social y crecimiento en América Latina
Separata de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional* (E/CEPAL/981)

Nº 4

Relaciones comerciales, crisis monetaria e integración económica en América Latina
Separata de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional* (E/CEPAL/981/Add.2)

Nº 5

Síntesis de la evaluación regional de la Estrategia Internacional de Desarrollo
Este trabajo se presentó en versión mimeografiada en el decimosexto período de sesiones de la Comisión con la signatura E/CEPAL/1004

Nº 6

Dinero de valor constante. Conceptos, problemas y experiencias
Por Jorge Rose, funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL

Nº 7

La coyuntura internacional y el sector externo
Versión revisada de *El desarrollo latinoamericano y la coyuntura económica internacional*, segunda parte, capítulos I y II (E/CEPAL/981/Add.2)

Nº 8

La industrialización latinoamericana en los años setenta
Este trabajo apareció anteriormente en versión mimeografiada con la signatura ST/CEPAL/Conf.51/L.2

Nº 9

Dos estudios sobre inflación
La inflación en los países centrales. Este artículo está tomado del capítulo I del *Estudio Económico de América Latina, 1974,* (E/CEPAL/982)
América Latina y la inflación importada, 1972-1974. Por Héctor Assael y Arturo Núñez del Prado, funcionarios de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL)

Nº 10

Reactivación del Mercado Común Centroamericano
Este Cuaderno refunde las partes más relevantes del documento E/CEPAL/CCE/367/Rev.3, preparado por la Oficina de la CEPAL en México, y del Informe de la Décima Reunión del Comité de Cooperación Económica del Istmo Centroamericano (E/CEPAL/CCE/369/Rev.1)

Nº 11

Integración y cooperación entre países en desarrollo en el ámbito agrícola
Por Germánico Salgado Peñaherrera, Consultor de la FAO
Este trabajo se presentó con la signatura LARC/76/7(a) a la Decimocuarta Conferencia Regional de la FAO para América Latina y a la Conferencia Latinoamericana CEPAL/FAO de la Alimentación que se realizaron en Lima del 21 al 29 de abril de 1976

Nº 12

Temas del nuevo orden económico internacional
Este documento se publicó originalmente con el título "Temas de la UNCTAD IV", E/CEPAL/L.133, el 19 de abril de 1976

Nº 13

En torno a las ideas de la CEPAL: desarrollo, industrialización y comercio exterior
Al reanimarse antiguas discusiones sobre la naturaleza del desarrollo regional y particularmente acerca de las relaciones entre la industrialización y el comercio exterior, se ha creido oportuno reunir en este Cuaderno algunos textos preparados por la CEPAL sobre este tema

Nº 14

En torno a las ideas de la CEPAL
Problemas de la industrialización
Este volumen pretende continuar la tarea iniciada en el Cuaderno Nº 13, refiriéndose especialmente a los problemas de la industrialización latinoamericana

Nº 15

Los recursos hidráulicos de América Latina
Informe regional
Este trabajo se presentó a la Reunión Regional Preparatoria para America Latina y

el Caribe de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Agua que se realizó en Lima, Perú, del 30 de agosto al 3 de septiembre de 1976

Nº 16

Desarrollo y cambio social en América Latina
Este trabajo, preparado como contribución a la tercera evaluación regional de la estrategia internacional de desarrollo, compara los planteamientos políticos de los años cincuenta y siguientes en las áreas del desarrollo urbano, del desarrollo rural, de la educación y del empleo con los cambios reales, señala contradicciones, y formula algunas interrogantes para el futuro

Nº 17

Evaluación de Guatemala
Resolución 362 (XVII) aprobada por CEPAL en su decimoséptimo período de sesiones, Guatemala, 1977

Nº 18

Raíces históricas de las estructuras distributivas en América Latina/A. Di Filippo
Atendiendo a la naturaleza de los distintos regímenes de propiedad, trabajo e intercambio heredades de la fase colonial, se analiza la constitución y desarrollo de las economías exportadoras de América Latina y sus repercusiones en materia de urbanización e industrialización. El objetivo básico de este ensayo es proveer un marco histórico-estructural para el análisis de la distribución del ingreso en las economías latinoamericanas contemporáneas.

CUADERNOS DE LA CEPAL, Nº 19