

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: OPCIONES PARA REDUCIR EL PESO DE LA DEUDA



COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE - CEPAL

COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

**AMERICA LATINA Y EL CARIBE:
OPCIONES PARA REDUCIR
EL PESO DE LA DEUDA**



NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Santiago de Chile, 1990

LC/G.1605-P
Marzo de 1990

Copyright © Naciones Unidas 1990
Todos los derechos están reservados
Impreso en Chile

La autorización para reproducir esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

PUBLICACION DE LAS NACIONES UNIDAS

Número de venta: S.90.II.G.7

ISBN 92-1-321339-5

INDICE

	Página
PREFACIO	7
I. SINTESIS Y CONCLUSIONES	9
A. LA GESTION INTERNACIONAL DEL PROBLEMA DEL ENDEUDAMIENTO	9
B. EL PLAN BRADY	13
C. HACIA EL EXITO DEL PLAN BRADY: SEIS PROPUESTAS BASICAS PARA CORREGIR DEFICIENCIAS, Y UNA POSIBLE ENMIENDA ..	15
1. Las seis propuestas	15
2. La enmienda: un servicio especial de conversión de deuda basado en el Plan Brady	18
D. LA OPCION DE RESTRINGIR LOS PAGOS EN FORMA UNILATERAL	18
II. UNA VISION GENERAL DE LA NATURALEZA DEL PROBLEMA DE LA DEUDA	21
A. LOS ORIGENES SISTEMICOS DEL PROBLEMA DE LA DEUDA	27
1. El marco general	27
2. América Latina en los años setenta	30
B. LOS OBSTACULOS SISTEMICOS QUE IMPIDEN LA SOLUCION DEL PROBLEMA	32
1. Las respuestas nacionales a los problemas financieros sistémicos	34
2. La respuesta internacional a la crisis latinoamericana	40
III. UN ENFOQUE DE CONCERTACION: EL PLAN BRADY	55
A. VISION GENERAL DEL PLAN	56
B. LOS LOGROS DEL PLAN BRADY	59
1. Compromiso de fondos públicos	60
2. Acuerdos de reducción del endeudamiento	60
3. El FMI y los compromisos de financiamiento	62
4. Incentivos para reducir la deuda	62
C. ALGUNAS LIMITACIONES DEL PLAN BRADY	63
1. Insuficiencias de financiamiento	63
2. Falta de coordinación	68

IV. HACIA EL EXITO DEL PLAN BRADY: ALGUNAS PROPUESTAS DE MEDIDAS CORRECTIVAS	71
A. SEIS PROPUESTAS BASICAS	71
1. Triplicar los recursos públicos para apoyar la reducción del endeudamiento hasta un monto de 90 000 millones de dólares	71
2. Asignar el financiamiento oficial en forma más flexible	74
3. Apresurar la eliminación de los obstáculos legales, normativos, contables y tributarios que se oponen a la reducción de la deuda	74
4. Aplicar una política más decidida y transparente de compromisos de financiamiento por parte del FMI	77
5. Reducir el endeudamiento con el Club de París	78
6. Crear nuevos mecanismos para aliviar el peso del servicio de la deuda con instituciones multilaterales de crédito	78
B. LA ENMIENDA: UN MECANISMO BASADO EN EL PLAN BRADY .	81
V. LA OPCION DE RESTRINGIR LOS PAGOS EN FORMA UNILATERAL ...	87
A. RESTRICCIONES DE PAGO EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE .	88
B. LOS COSTOS DE LA RESTRICCION DE PAGOS UNILATERAL	90
C. ARTICULACION CON EL PLAN BRADY	93
D. LA ADMINISTRACION DE LA RESTRICCION DE PAGOS	95
1. El punto de partida: un programa económico coherente	95
2. Establecimiento de la base política	96
3. Tratamiento de los diferentes acreedores	96
4. Medidas de protección	100
ANEXOS	103
Anexo 1: AMERICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS	105
Anexo 2: FINANCIAMIENTO ACTUAL DEL PLAN BRADY: UNA SENCILLA ILUSTRACION DE SUS EFECTOS SOBRE LA REDUCCION DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE	115
Anexo 3: EL COMPROMISO DE RECURSOS PUBLICOS NECESARIOS PARA LA REDUCCION EFICIENTE DE LA DEUDA EN EL TERCER MUNDO	117

PREFACIO

Hace algún tiempo, se produjo la llamada "fatiga de la deuda", a causa de la lentitud de las negociaciones sobre un problema que suele parecer insoluble. Del mismo modo, la gran cantidad de escritos al respecto – entre ellos los aportes frecuentes de la propia Secretaría – ha llevado también a otra especie de fatiga. Muchas veces parece estar ya todo dicho sobre el tema. Cabría preguntarse, entonces, por qué la Secretaría prepara otro documento más.

La respuesta es muy simple. El problema está aún vigente, y, salvo grandes cambios, lo seguirá estando por mucho tiempo. Se consideró, entonces, que si las Naciones Unidas vuelcan su atención hacia los asuntos más urgentes del desarrollo mundial para los años noventa, y en particular la Comisión Económica para América Latina y el Caribe lo hace en cuanto atañe a la región, resulta oportuno referirse una vez más al tema de la deuda, tomando en cuenta los acontecimientos recientes.

Para muchos países de América Latina y el Caribe, el problema de la deuda, que se gestó en los años setenta, se transformó en los ochenta en un obstáculo permanente para el desarrollo. Hoy amenaza con mantenerse como problema relevante en ese plano, y surge además como un tema contencioso en la esfera de la cooperación económica internacional de los años noventa. Como se afirmaba en documentos anteriores de la Secretaría, el sobreendeudamiento no es el único obstáculo

que enfrentan los países de la región. Sin embargo, es evidente que cualquier estudio de las perspectivas de desarrollo en el decenio de 1990 – tema abordado en otro documento – quedaría incompleto si no tratara de nuevo este persistente problema, y si no propusiera formas de superarlo.

Con el transcurso del tiempo, la premisa de que el problema del endeudamiento es de carácter sistémico, ha resultado ser correcta. En consecuencia, la alternativa óptima para resolverlo sería la de una solución integral concertada, o colectiva, en que los costos se distribuyan en forma funcional para una rápida recuperación de la confianza en el sistema *en su conjunto*. Sólo así podrían disminuir a un mínimo las pérdidas en la producción y en el empleo a escala mundial.

De hecho, hay un tema de la crisis del desarrollo que ha sido relativamente poco comentado: se trata de la falta de disposición, por parte de los gobiernos acreedores, para aceptar el carácter sistémico de la crisis y asumir las responsabilidades consiguientes en un mundo caracterizado por la interdependencia. Con el fin de destacar la importancia de una participación pública más ambiciosa en cualquier solución duradera para el problema de la deuda, el presente estudio, luego de presentar una síntesis y conclusiones (capítulo I), trata en su segundo capítulo el problema de la deuda en el contexto que le corresponde – el de un problema financiero de

* Véase, por ejemplo, CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina* (LC/G.1332), serie Cuadernos de la CEPAL, No. 48, Santiago de Chile, 1984. Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: S.84.II.G.18; *Problema de la deuda: gestión, desarrollo, crisis y perspectiva* (LC/G.1406), Santiago de Chile, 1986, y *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe* (LC/G.1487/Rev.2-P), serie Estudios e Informes de la CEPAL, No. 72, Santiago de Chile, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: S.88.II.G.10. Consúltense además el informe publicado anualmente por la Secretaría de la CEPAL, que se publica en el mes de diciembre: *Balance preliminar de la economía latinoamericana*.

** Véase CEPAL, *Transformación productiva con equidad. La tarea prioritaria del desarrollo en América Latina y el Caribe en los años noventa* (LC/G.1601(SES.23/4)), Santiago de Chile, febrero de 1990.

orden sistémico— y asimismo el papel que tradicionalmente se espera que asuma el sector público en su solución. Se da una forma más concreta al análisis general mediante el examen de la actividad desplegada por el sector público cuando se trata de resolver las crisis financieras internas en los países industrializados, la que se contrasta con la relativa pasividad del manejo público de la crisis de América Latina y el Caribe.

El tercer capítulo analiza la alternativa de una solución concertada para el problema del endeudamiento de la región. El análisis se centra en el Plan Brady. Se tratan aquí con cierto detenimiento sus logros, así como sus deficiencias; estas últimas son de una gravedad suficiente como para haber suscitado, en muchos círculos, dudas sobre su probable efectividad. No obstante, el plan presenta muchos de los elementos que serían necesarios para una solución, y por lo tanto la Secretaría piensa que sería prematuro descartarlo, considerándolo sólo como otra estrategia fallida de concertación.

El valor potencial del Plan Brady, junto con sus deficiencias, da pie para el capítulo cuarto.

En él se presenta una serie de propuestas constructivas que pretenden fortalecer la iniciativa y garantizar su éxito en la tarea de poner fin al grave y prolongado problema del endeudamiento en los países en desarrollo.

El capítulo final del documento explora las experiencias acumuladas a lo largo de los años respecto de la reducción unilateral de la transferencia de recursos. Esta opción debe ser seriamente considerada por los deudores en la medida en que no surja, desde los países acreedores, una solución pública eficaz e integral que permita reducir dicha transferencia. De hecho, abrumada por el peso de la transferencia de recursos al exterior, la mayor parte de los países de la región se ha visto obligada a hacer uso de esa opción.

El documento presenta, pues, la opinión meditada de la Secretaría, emitida desde una perspectiva latinoamericana y caribeña, respecto de cómo podría enfrentarse en forma eficaz y consensual el problema de la acumulación de la deuda. Sin un manejo mejor y más equitativo del problema, resulta difícil imaginar que el desarrollo pueda retomar su curso durante el decenio que se inicia.

I. SINTESIS Y CONCLUSIONES

A. LA GESTION INTERNACIONAL DEL PROBLEMA DEL ENDEUDAMIENTO

El Plan Brady representa la cuarta etapa de la estrategia internacional de manejo del endeudamiento. El papel predominante que atribuye a la reducción de la deuda ha sido bien acogido por los países deudores, y ha creado expectativas de que, tras ocho años de crisis del desarrollo, puede haber por fin una solución a sus prolongados problemas de servicio de sus obligaciones.

La primera etapa de la estrategia internacional de manejo de la deuda se inició en agosto de 1982, cuando México –segundo entre los grandes deudores del Tercer Mundo– declaró una moratoria unilateral temporal. Con ello se inició una crisis financiera sistémica de grandes proporciones, durante la cual fue sometido a una de sus más difíciles pruebas el mecanismo internacional descentralizado para otorgar préstamos en última instancia (*Lender-of-Last-Resort*). Este mecanismo –integrado por los gobiernos del Grupo de los Siete, algunos de sus grandes bancos y el Fondo Monetario Internacional (FMI)– orquestó con rapidez una coordinación sin precedentes entre los cientos de acreedores bancarios, y entre éstos y un creciente número de países en desarrollo con problemas de deuda. La movilización tuvo por objeto evitar incumplimientos oficiales que podrían haber creado un colapso financiero al estilo de los años treinta. En esta fase inicial, la política se centró en el diagnóstico según el cual los deudores padecían de falta de liquidez; el remedio era la austeridad y el ajuste. Los principales instrumentos de la operación de rescate eran la reprogramación del capital de la deuda en condiciones comerciales; los préstamos "no voluntarios" de los bancos a los países deudores, destinados a financiar parte de los vencimientos de intereses, y el ajuste

económico por medio de programas vigilados por el FMI.

Esta primera etapa de la estrategia internacional de manejo de la deuda logró evitar el riesgo de incumplimientos a nivel sistémico, y de pérdidas que hubieran desestabilizado los bancos comerciales del mundo. Sin embargo, produjo el colapso de la actividad económica en los países deudores, en gran parte porque el mecanismo internacional de préstamos de última instancia no movilizó financiamiento compensatorio en montos suficientes como para sostener la producción y el empleo en los países deudores, condición necesaria para un programa de ajuste socialmente eficiente. Gran parte del problema puede atribuirse al funcionamiento de este mecanismo internacional, que fue rudimentario en comparación con el de sus contrapartes nacionales.

Sobran en la historia los ejemplos de crisis financieras de orden sistémico semejantes a muchos de los acontecimientos que culminaron en el problema del endeudamiento latinoamericano y del Caribe en 1982. Los orígenes de las crisis sistémicas son siempre complejos, pero invariablemente incluyen fallas de mercado (generalización de una disposición tanto a prestar como a contratar préstamos en exceso), a veces acompañadas por perturbaciones exógenas que ponían súbitamente de manifiesto las demasías del sistema crediticio. Cuando ha surgido en los mercados nacionales de los países acreedores una crisis financiera de dimensiones sistémicas, la experiencia moderna demuestra que se ha empleado con decisión un mecanismo de préstamos de última instancia, para cumplir con el doble objetivo de: i) mantener la solvencia del sistema financiero y ii) sostener la producción y el empleo del país. En efecto, y puesto que un problema sistémico se considera por su naturaleza de carácter público, los gobiernos intervienen

ampliamente, con el fin de socializar gran parte del costo de su solución.

Cuando las dificultades no presentan un núcleo fácil de identificar, el sector público, actuando como mecanismo de préstamos de última instancia, ha aumentado en forma pronunciada el financiamiento (e indirectamente sus riesgos crediticios) en el conjunto del sistema, ejerciendo firme presión moral sobre los bancos comerciales del país. Por el contrario, cuando el problema sistémico reconoce su origen en una importante entidad económica, o en un sector bien definido de la economía, el gobierno ha intervenido típicamente en forma directa para socorrer a los deudores problemáticos. De hecho, el carácter sistémico de la crisis hace que los gobiernos no estén dispuestos a que la entidad o entidades en cuestión se abandonen a los vaivenes de las fuerzas del mercado privado y a las grandes incertidumbres de las quiebras. Así, y exigiendo como contrapartida de su intervención el ajuste de la política de los deudores y el otorgamiento de alivio por parte de los acreedores, el gobierno ha otorgado a los deudores préstamos directos del sector público, o garantías estatales para los créditos privados, que han proporcionado la mayor parte del financiamiento de emergencia necesario para poner otra vez en marcha las entidades en cuestión.

La acción del sector público de los países acreedores, al socorrer de esta manera a prestatarios y bancos en sus propios mercados internos, ha generado controversias. En efecto, transgrede los principios liberales tradicionales de la teoría económica. Sin embargo, en tiempos en que el sistema sufre duras pruebas, este tipo de asistencia generalmente ha demostrado sus bondades como política económica. Por una parte, evita el colapso de las entidades afectadas, que sería socialmente desestabilizador. Por otra, si se produce una combinación equilibrada entre financiamiento y ajuste, las entidades logran recuperar con relativa rapidez su solvencia, pudiendo así reanudar sus contribuciones constructivas a la economía.

La crisis del endeudamiento latinoamericano tuvo orígenes sistémicos en fallas del mercado cuyos efectos se intensificaron debido a las políticas económicas de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Las repercusiones sistémicas del

incumplimiento habrían sido en 1982 devastadoras también para la economía mundial. Sin embargo, en comparación con el comportamiento de los mecanismos nacionales de préstamos de última instancia, el del ámbito internacional se mostró más unidimensional, y por ello menos eficaz como tutor de la actividad económica en un sistema internacional interdependiente, compuesto por países desarrollados y en desarrollo. De hecho, en la primera etapa de la estrategia internacional de manejo de la deuda, el mecanismo internacional de préstamos de última instancia mostró tendencia a subrayar el carácter privado del problema existente entre prestatarios y entidades bancarias. Además, no movilizó los mecanismos amplios de financiamiento público que invariablemente surgen en las operaciones internas de préstamos de última instancia. En consecuencia, las fuerzas del ajuste abrumaron a los países de América Latina y el Caribe, como lo demuestra el dramático vuelco de la transferencia neta relacionada con créditos: de una corriente positiva promedio que representaba el 2.3% anual del producto interno bruto (PIB) en 1974-1979, a una corriente negativa de casi 3% anual del PIB en los críticos años 1983-1985.

El rasgo característico de los esfuerzos por mantener la solvencia del sistema financiero internacional fue el impresionante vuelco hacia una transferencia de recursos al exterior, y no el financiamiento anticíclico de emergencia, inducido por el sector público, como sucede generalmente con las operaciones del mecanismo de préstamos de última instancia. No obstante, la súbita sustracción de tal cantidad de recursos de la región en un momento crítico sólo podía realizarse mediante enormes cortes en las importaciones y en la inversión de los países en desarrollo. El éxodo de recursos financieros se vio agravado por la caída de los precios de las exportaciones y la fuga de capitales internos privados, que era de esperar en una situación tan crítica e incierta respecto del financiamiento externo.

La restricción desestabilizadora del financiamiento habría perjudicado gravemente la eficacia incluso de las mejores políticas de ajuste de los países deudores. El producto regional se redujo inevitablemente en forma abrupta: a fines de 1985 el PIB por habitante era inferior en 8% al de 1980. Más aún, las políticas necesarias para el ajuste externo,

sumadas a las dificultades existentes en el plano interno para transferir recursos del sector privado al estatal (lo que es necesario para el pago de la deuda pública externa), contribuyeron a un aumento sin precedentes en las tasas de inflación de muchas economías deudoras (cuadro 1). Así, en medio de una crisis sistémica internacional del crédito de dimensiones históricas, el mecanismo internacional de préstamos de última instancia sólo logró estabilizar una parte del sistema internacional (los bancos y las economías de los países industrializados), pero lamentablemente lo hizo a costa de la evolución económica del resto (muchos países en desarrollo, entre ellos los de América Latina y el Caribe).

Las insuficiencias del financiamiento del proceso de ajuste en América Latina y el Caribe resultaban irónicas, si se considera la amplia aceptación que tenía por entonces el diagnóstico de la falta de liquidez en los países deudores. Por cierto, si el problema fuera la falta de liquidez, habría razones poderosas para introducir cantidades de dinero en efectivo en la economía, con el fin de normalizar la actividad económica y evitar que prosiguiera el deterioro de la confianza del capital privado. Al desencadenarse la crisis, un mecanismo eficaz de préstamos de última instancia habría debido, por lo muy mínimo, estabilizar las expectativas privadas comprometiéndose públicamente con una política transitoria, de emergencia, consistente en reducir a cero la transferencia crediticia de recursos al exterior de los países participantes en programas oficiales de ajuste. Los motivos por los cuales el mecanismo internacional correspondiente no respondió en forma más equilibrada ante la crisis sistémica constituyen un tema importante de las relaciones entre los países del norte y los del sur, e indudablemente merecen la atención de quienes fijan las políticas a nivel mundial.

En todo caso, los efectos depresivos que la estrategia oficial de manejo de la deuda tuvo para las economías deudoras, sumados a nuevos riesgos de incumplimiento declarado, hizo surgir en 1985 la segunda etapa de dicha estrategia, generalmente conocida como Plan Baker. Reconociendo que un ajuste eficiente exige tiempo, y debe ir acompañado de crecimiento para poder mantenerse, dicho plan cambió la orientación de la política, enfocándola hacia un ajuste estructural con

crecimiento. Los mecanismos para alcanzar este objetivo eran los mismos de la primera etapa, con la novedad de un compromiso oficial de aumentar el financiamiento concertado para los deudores con problemas. El plan prometía movilizar, para 17 países muy endeudados (principalmente latinoamericanos), nuevos recursos netos de bancos comerciales por un monto de 20 000 millones de dólares en tres años, lo que representaba un modesto 2.5% de incremento anual de los compromisos netos. Nueve mil millones de dólares más de financiamiento neto se obtendrían de fuentes oficiales.

No obstante, el Plan Baker encontró inmediatas dificultades para la movilización de los nuevos préstamos netos prometidos. Este hecho, sumado a la persistente depresión del producto en los países deudores, aquejados de falta de divisas, produjo durante 1987 otro cambio más en la estrategia de manejo de la deuda. Esta tercera etapa constituía una mutación importante del plan original. Dada la permanente dificultad para garantizar una corriente estable y predecible de financiamiento bancario para las economías en proceso de ajuste, el Plan Baker apoyaba la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento en el contexto de un enfoque llamado de la "lista de opciones del mercado". En dicha lista se incluían formas de reducir la deuda tales como la transformación de la deuda en bonos, previo descuento, y la conversión de deuda en capital. Por primera vez, la estrategia internacional de manejo de la deuda reconocía, por este medio, la existencia de un gran sobreendeudamiento, y la probabilidad de que las obligaciones de los países con problemas no fueran pagadas en su totalidad.

También la tercera etapa de la estrategia enfrentó de inmediato una situación difícil. El criterio de opciones de mercado del Plan Baker se concebía como una operación enteramente voluntaria del mercado privado, y no preveía intervención del sector público ni costos para los contribuyentes de los países acreedores. Lamentablemente, los mercados privados, librados a sus propias fuerzas, van deshaciéndose de las deudas a un ritmo excesivamente lento. Si bien hubo algunas operaciones de reducción de deuda entre 1987 y 1988, éstas tuvieron carácter esporádico y no liberaron financiamiento en montos macroeconómicamente importantes. Por su parte, los préstamos concertados en forma más

Cuadro 1
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

Conceptos	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 ^a
Producto interno bruto a precios de mercado (índice base año 1980 = 100)	99.0	96.1	99.5	103.0	106.8	109.8	110.5	111.7
Población (millones de habitantes)	375.5	383.6	391.8	400.3	409.0	417.8	426.5	435.5
Producto interno bruto por habitante (índice base año 1980 = 100)	94.6	89.8	90.9	92.1	93.4	94.0	92.6	91.7
Tasas de crecimiento								
Producto interno bruto	-1.4	-2.9	3.5	3.6	3.6	2.9	0.6	1.1
Producto interno bruto por habitante	-3.5	-5.0	1.2	1.3	1.3	0.7	-1.5	-1.0
Precios al consumidor ^b	84.6	130.5	184.7	274.1	64.5	198.5	757.7	994.2
Relación de precios del intercambio de bienes	-9.2	1.3	6.6	-4.4	-10.3	-0.5	-1.5	1.9
Poder de compra de las exportaciones de bienes	-7.7	11.0	13.4	-4.2	-10.7	7.4	7.8	3.5
Valor corriente de las exportaciones de bienes	-8.8	0.1	11.5	-5.6	-15.1	14.0	13.7	8.7
Valor corriente de las importaciones de bienes	-19.9	-28.5	4.0	-0.3	2.6	13.1	13.0	8.0
Miles de millones de dólares								
Exportaciones de bienes	87.5	87.5	97.6	92.1	78.3	89.2	101.5	110.3
Importaciones de bienes	78.4	56.0	58.3	58.1	59.6	67.4	76.2	82.3
Saldo del comercio de bienes	9.1	31.5	39.3	34.0	18.7	21.8	25.3	28.0
Pagos netos de utilidades e intereses	38.8	34.4	36.7	35.3	32.2	31.4	34.2	38.3
Saldo de la cuenta corriente	-41.0	-7.3	-0.5	-3.4	-15.8	-10.7	-10.3	11.1
Movimiento neto de capitales ^c	20.2	2.9	10.0	2.5	8.7	14.9	5.3	13.7
Balance global ^d	-20.8	-4.4	9.5	-0.9	-7.1	4.2	-5.0	2.6
Deuda externa global bruta ^e	331.2	356.4	373.3	382.9	399.6	422.8	419.4	422.4
Transferecia neta de recursos ^f	-18.6	-31.5	-26.7	-32.8	-23.5	-16.5	-28.9	-24.6

Fuente: CEPAL, *Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1989*.

^a Estimaciones preliminares sujetas a revisión. ^b Variación de diciembre a diciembre. ^c Incluye capital a largo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales, y errores y omisiones. ^d Corresponde a variación de las reservas internacionales (con signo cambiado) más asientos de contrapartida. ^e Ajustado para incluir a Trinidad y Tabago y Jamaica. ^f Corresponde a los ingresos netos de capitales menos los pagos netos de utilidades y remesas. Excluye el Caribe anglohablante.

tradicional tampoco se materializaron en montos netos significativos. Dadas las restricciones existentes en el medio financiero, persistió la fuerte transferencia de recursos hacia los países del norte, con un promedio de 3% del PIB al año entre 1986 y 1987. Como era previsible, en los países deudores se mantuvo la depresión del crecimiento, se aceleró la inflación, y se profundizó la crisis de desarrollo (cuadro 1).

A pesar de los problemas de los deudores, a los bancos comerciales no les fue mal durante las primeras tres etapas de la estrategia. Mediante un notable "ajuste con crecimiento" que hicieron en sus balances, de hecho redujeron muchísimo su vulnerabilidad frente al incumplimiento de los países deudores. La estabilidad financiera también facilitó en los países industrializados del norte la expansión económica más larga de la historia moderna: en efecto, el producto por habitante aumentó a un promedio de 2.8% anual en el período 1983-1987. Así, a mediados de 1988 surgía ya un consenso respecto de la necesidad de un gran cambio de enfoque en la estrategia internacional de manejo de la deuda, con miras a aplicar un criterio más equilibrado para ayudar a los países deudores, cuyas dificultades persistían. Durante el año se produjeron propuestas interesantes del gobierno japonés y del gobierno de Francia, cuyo objeto era revitalizar la estrategia mediante un apoyo público directo e integral de la reducción de la deuda y de su servicio. Sin embargo, fue la propuesta del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady, anunciada en marzo de 1989, la que se constituyó como nuevo marco de referencia para tratar el problema del endeudamiento de los países en desarrollo con los bancos comerciales.

B. EL PLAN BRADY

Uno de los aspectos más alentadores del Plan Brady consiste en que promete corregir algunas asimetrías de los efectos de la estrategia internacional de manejo de la deuda. El Plan se propone estimular la reforma de las políticas y el crecimiento en los países deudores mediante operaciones voluntarias, caso por caso, de reducción de la deuda con bancos comerciales y de su correspondiente servicio. Como ya se ha dicho, admitir la posibilidad de reducir la deuda no es un hecho enteramente nuevo, por cuanto ya figuraba en el criterio de

la lista de opciones introducido en la tercera etapa de la estrategia de manejo de la deuda. La verdadera novedad del Plan Brady está en su voluntad de fortalecer y acelerar decididamente el proceso de reducción de la deuda en el mercado, mediante un apoyo público explícito en materia financiera e institucional. Por una parte, el Secretario del Tesoro Brady propuso que el FMI, el Banco Mundial y los gobiernos acreedores prestaran recursos a los países deudores para ayudarlos a financiar una significativa reducción de la deuda. Por otra, sugirió que los gobiernos revisaran las disposiciones legales, normativas, contables y tributarias a fin de eliminar aquellas que desincentivaran la participación de los bancos en ese proceso. Por último, el Plan contemplaba también una política más flexible del FMI respecto del financiamiento de garantías. Esta permitiría al Fondo, si así lo exigieran las circunstancias, desembolsar recursos para programas de ajuste aun cuando el país deudor no hubiera concluido sus negociaciones con los bancos comerciales para un acuerdo de reprogramación y reducción de deuda y de obtención de nuevos recursos.

La iniciativa Brady pasó del plano conceptual al de la acción concreta en un período sorprendentemente breve. En primer lugar, ya se han comprometido 30 000 millones de dólares en fondos públicos para apoyar la recompra de deudas, o para garantizar intercambios de deuda por bonos. En segundo lugar, gobiernos acreedores tales como el Reino Unido, Francia, Japón y Estados Unidos se pronunciaron durante 1989 respecto de ciertos aspectos normativos o tributarios que podrían mejorar la respuesta de los bancos ante las propuestas de reducción de la deuda formuladas por países latinoamericanos y del Caribe. En tercer término, durante el mismo año el Directorio Ejecutivo del FMI hizo gala de una actitud más flexible respecto del financiamiento de garantías al desembolsar préstamos para Argentina, Ecuador, México y Venezuela antes que dichos países llegaran a un acuerdo con los bancos respecto de cómo manejar sus problemas de servicio de la deuda. Y, finalmente, en noviembre de 1989 ya tres países -México, Filipinas y Costa Rica- habían firmado acuerdos en principio con los respectivos comités de dirección de sus bancos acreedores, con el fin de poner en práctica conjuntos de medidas al estilo Plan Brady. En enero de 1990, México terminó de llevar a cabo

su acuerdo, mientras Filipinas logró poner en práctica una parte del suyo.

A pesar de este avance, el Plan Brady, para lograr sus objetivos explícitos, debe superar todavía dos importantes problemas: la insuficiencia del financiamiento y la insuficiencia de la coordinación. Presenta también ciertas rigideces administrativas respecto del financiamiento de la reducción de la deuda. Todos estos problemas crean serias ineficiencias, así como indebidas demoras en la negociación de acuerdos financieros: esto llega hasta tal punto que muchos observadores han decidido anunciar su ceseo.

En cuanto a la insuficiencia del financiamiento, a los precios existentes en el mercado secundario los 30 000 millones de dólares reunidos en dineros públicos sólo financiarían una reducción neta marginal de entre 13 y 14% de la deuda y su correspondiente servicio en América Latina y el Caribe. Esto es mucho menos de lo que generalmente se considera necesario para eliminar el peso del sobreendeudamiento.

Si el Plan Brady sólo logra reducir en parte el exceso de deuda, sería ineficiente, y podría acarrear consecuencias adversas para todas las partes, es decir, los países deudores, los bancos comerciales, las instituciones multilaterales de crédito y los gobiernos acreedores. Para los deudores con problemas, la reducción parcial del sobreendeudamiento plantea una cuestión decisiva: la asignación socialmente eficiente de la escasa disponibilidad de divisas. En efecto, muchas veces es sumamente ambiguo el rendimiento social de la asignación de divisas escasas a una operación de reducción que no elimina de una vez el sobreendeudamiento. Más aún, en un país con graves restricciones de divisas, dicha situación debe entrar en competencia con el alto rendimiento social que generalmente se atribuye a la canalización de los escasos dólares disponibles hacia programas internos de apoyo a reformas económicas, inversión y crecimiento. Una reducción de la deuda que elimine sólo en forma parcial el exceso de deuda puede de hecho agravar los problemas del endeudamiento. Por una parte, cuando las obligaciones antiguas se convierten en valores, puede ser más difícil para el país reestructurar los pagos de capital o refinanciar los pagos de intereses cuando surjan problemas de servicio de la deuda. Aumenta así el riesgo de incumplimiento declarado, lo que no sólo

perjudicaría el buen desempeño de los deudores en los mercados de bonos, sino que además crearía para los países una vulnerabilidad ante demandas judiciales interpuestas por los tenedores de bonos, que tradicionalmente ponen mayores dificultades para los deudores morosos. Por otra, el financiamiento de la reducción de la deuda proviene en gran medida de préstamos otorgados en condiciones comerciales por el Banco Mundial y el FMI, que no están sujetos a reprogramación en caso de plantearse problemas de servicio.

También las instituciones multilaterales de crédito pueden sufrir perjuicio por la falta de suficiente financiamiento para el Plan Brady. Son ellas las que llevan el peso de financiar la reducción de las obligaciones bancarias de la región. Si reorientan sus recursos, antes destinados a préstamos de desarrollo y de balanza de pagos, hacia la reducción del endeudamiento, y esta acción no elimina los problemas del exceso de deuda y del servicio de ésta, por cierto corren el riesgo evidente de deteriorar en forma grave la calidad de su cartera de préstamos.

Los bancos, por su parte, pueden asimismo verse perjudicados por las ineficiencias generadas por un programa no cabalmente financiado. La escasez de financiamiento público significa que los bonos recibidos con descuento en los intercambios vinculados a la deuda serán de dudosa solvencia y contarán con garantías limitadas. Así, se espera que los mismos bonos Brady circulen con grandes descuentos en los mercados secundarios, lo que traería consigo, para los bancos, la ineficiencia de percibir que han cedido más en valor que lo que los países han recibido oficialmente como condonación de deuda.

Por último, un proceso de reducción de la deuda insuficientemente financiado acarrea también costos inconvenientes para los gobiernos acreedores. Puesto que son los principales accionistas de las instituciones internacionales de crédito, todos los préstamos oficiales para la reducción de la deuda se hacen, en último término, por su cuenta y riesgo. De este modo, incrementar los préstamos oficiales para una reducción del endeudamiento que no logre resolver el problema subyacente del sobreendeudamiento no es sino una transferencia ineficiente de riesgos desde el sector privado al sector público.

En cuanto a la deficiencia de coordinación, es importante reconocer que el problema del oportunismo (*free riding*) induce a los bancos a preferir el *statu quo*.¹ Así, para que la reducción voluntaria de la deuda se realice en volúmenes significativos, los bancos deben enfrentarse a un sistema de incentivos y sanciones que los induzca colectivamente, en forma firme y cortés, a liquidar las obligaciones que no puedan cumplirse. Los recientes acuerdos de reducción de la deuda han dependido en gran medida de una impresionante presión moral ejercida sobre los bancos por parte de sus gobiernos y de las instituciones multilaterales de crédito. Sin embargo, esa presión no oficial ha sido tan enorme que es difícil imaginar que las autoridades tengan tiempo y energía suficiente como para desplegarla por igual en el caso de cada uno de los otros 36 países aceptables para el Plan Brady. En consecuencia, no hay forma de eludir la tarea de construir un marco institucional coherente de incentivos para la reducción de la deuda y de sanciones para el oportunismo por parte de los bancos.

Es cierto que el Plan Brady tiene muchos de los elementos necesarios para una solución pública concertada del problema de la deuda. Sin embargo, las deficiencias señaladas afectan gravemente sus potencialidades y plantean legítimas dudas respecto de su efectividad; han generado incluso frustraciones tales que han surgido declaraciones relativas al deceso de la iniciativa.

C. HACIA EL EXITO DEL PLAN BRADY: SEIS PROPUESTAS BASICAS PARA CORREGIR DEFICIENCIAS, Y UNA POSIBLE ENMIENDA

1. Las seis propuestas

A pesar de sus deficiencias, el Plan Brady tiene una orientación conceptualmente correcta y ha contribuido a lograr ciertos progresos concretos en un tiempo relativamente corto. Para llegar a ser una solución concertada y fidedigna para el problema crónico del sobreendeudamiento, sin embargo, debe reforzar su estrategia con la decidida acción

pública que caracteriza, en el plano interno de los países, el funcionamiento de los mecanismos de préstamos de última instancia. Con este objeto se formulan seis propuestas cuya aplicación podría contribuir a un proceso más eficiente y eficaz de reducción del endeudamiento en América Latina y el Caribe.

a) *Triplicar los recursos públicos para apoyar la reducción del endeudamiento, hasta un monto de 90 000 millones de dólares.* Un compromiso adicional de fondos públicos de este orden de magnitud, para apoyar la recompra y las garantías – a precios de mercado secundario anteriores al Plan Brady – constituiría una señal decisiva, para prestatarios, bancos y el mercado privado en general, de que es factible eliminar el sobreendeudamiento en los países en desarrollo mediante una reducción voluntaria del monto de éste. Contando con este volumen de financiamiento, los bancos podrían recibir las amplias garantías que creen precisar para justificar su participación en el Plan Brady. Sin embargo, estas últimas no serían una forma de eximir de responsabilidad a los bancos, por cuanto, para merecerlas, éstos deberían llegar a acuerdos con los países en el sentido de reducir la deuda a niveles compatibles con un servicio sostenido. A su vez, el compromiso de recursos públicos no sería excesivamente oneroso. Por una parte, se compartiría entre al menos 10 países industrializados, y el capital pagado no superaría entre el 5 y el 10% del compromiso total. Además, y puesto que los fondos públicos reducirían la deuda a un nivel compatible con su servicio, habría escasa probabilidad de que se hicieran exigibles las garantías, y por lo tanto éstas representarían sólo pasivos contingentes para el sector público. Por último, sería más eficiente que las garantías públicas se aplicaran directamente a los nuevos instrumentos de la deuda descontada, y no a préstamos a los deudores, que generan a su vez una carga de la deuda y del servicio de la misma.

b) *Asignar el financiamiento oficial en forma más flexible.* El actual financiamiento de la reducción de la deuda se divide hoy arbitrariamente entre préstamos para apoyar la reducción del principal y otros destinados a

¹ El problema del oportunismo (llamado *free riding*, en inglés) surge de que, en un plan de carácter voluntario, cada uno de los bancos, pensando sólo en su propio interés, tendría motivos para evitar reducir la deuda, y quedarse a la espera de que sus competidores lo hagan y asuman las pérdidas necesarias para normalizar la situación global del endeudamiento.

garantizar los intereses. Esta división artificial obstaculiza las negociaciones, pues crea restricciones para configurar acuerdos de reducción del endeudamiento. Los acuerdos podrían ser más rápidos y más adecuados a las necesidades propias del prestatario si la única condición para utilizar los fondos fuera celebrar un acuerdo con los bancos para reducir claramente los pagos de la deuda a niveles compatibles con su servicio sostenido. Para reducir con rapidez la deuda, es necesario también que los préstamos oficiales se concentren en una primera etapa. El sistema actual, que intenta repartir el financiamiento oficial a lo largo de un prolongado período, no sólo complica innecesariamente las negociaciones entre prestatarios y bancos, sino que además refleja una visión exagerada del problema de los efectos del riesgo moral.²

c) *Eliminar con gran rapidez ciertos obstáculos legales, normativos, contables y tributarios que se oponen a la reducción de la deuda.* En este aspecto, es decisiva una mayor transparencia. Las disposiciones normativas, las contables e incluso las tributarias suelen expresarse en términos tan amplios que su aplicación queda en gran medida a discreción de la autoridad. Si bien esta situación facilita la flexibilidad en la supervisión del funcionamiento cotidiano del sistema financiero, también crea incertidumbre para las actividades de reducción de la deuda. Es esencial que las autoridades hagan un esfuerzo especial para aclarar en general las consecuencias normativas, contables y tributarias de las técnicas de reducción de deuda que puedan emanar de las actuales negociaciones. Una mayor armonización de las disposiciones respectivas del Grupo de los 10, al menos en lo que respecta al endeudamiento de los países en desarrollo, también simplificaría grandemente las negociaciones entre prestatarios y bancos.

En el aspecto normativo, los gobiernos deberían exigir a los bancos de sus países que fijaran sus reservas para pérdidas por préstamos en niveles que guarden relación con los precios del mercado secundario. Por otra parte, una vez que los bancos entren en acuerdos definitivos de reducción de la deuda,

deberían quedar exentos de hacer reservas por nuevos activos adquiridos a cambio de la deuda.

En cuanto a las disposiciones contables, una actitud tolerante puede ayudar a que los bancos acepten una fuerte reducción. Por ejemplo, podría permitírseles – como se hace muchas veces tratándose de deudas difíciles en el ámbito nacional – que amortizaran sus pérdidas a lo largo de varios años. Las autoridades también podrían tomar medidas para que la participación en la reducción del endeudamiento no llegara a contaminar activos no transados. Al liberalizar el régimen contable de los bancos participantes en la reducción del endeudamiento, podrían a su vez hacerse más restrictivas las disposiciones aplicables a los bancos oportunistas, es decir los que se mantienen al margen de los acuerdos de reducción que cuentan con el apoyo oficial.

Por último, podría haber una reinterpretación de las normas tributarias, a fin de que las ventajas impositivas que actualmente significan en algunos países las reservas para pérdidas por préstamos se hagan depender de una eventual participación en un acuerdo definitivo de reducción de la deuda. La interpretación de los estímulos tributarios también podría hacerse de manera de lograr que los derivados de la reducción de la deuda de los países en desarrollo no impidan u obstaculicen el acceso a otras franquicias impositivas.

d) *Aplicar en forma más decidida y transparente las políticas del FMI sobre compromisos de financiamiento.* El Fondo Monetario Internacional ha brindado un apoyo estimulante a algunos países en desarrollo, efectuando desembolsos en su favor aun cuando no hubieran finalizado sus negociaciones con los bancos, e incluso habiendo saldos en mora. No obstante, el proceso de reducción del endeudamiento se vería favorecido si el Directorio Ejecutivo del Fondo tuviera una actitud más decidida y más transparente en este aspecto.

Convendría que un rasgo clave del nuevo papel del FMI fuera asesorar al país en cuestión para definir, anticipadamente, su capacidad de servicio de la deuda bancaria en el mediano

² El problema del riesgo moral (en inglés, *moral hazard*) se refiere, desde el punto de vista de los acreedores, al peligro de que, en caso de reducirse cabalmente la deuda, los deudores no tendrían motivos para "comportarse como es debido" durante el proceso de ajuste.

plazo. La capacidad de pago así definida debería considerar los requisitos de una recuperación importante de la inversión y del crecimiento, y asimismo una provisión para imprevistos. Esta estimación oficial de la capacidad de pago del país debería determinar los montos apropiados para la reducción de la deuda y de su servicio. Cabría esperar que los bancos respetaran entonces este cálculo y redujeran las obligaciones de pago en consonancia con él. La opción de otorgar nuevos recursos sólo sería aceptable para cubrir el déficit de financiamiento en caso de que pudiera justificarse inequívocamente sobre bases *técnicas* relativas a la futura capacidad de pago del deudor. Las discrepancias que pudieran tener los bancos respecto de la estimación oficial de la capacidad de pago deberían resolverse posteriormente, si se incorporaran las respectivas cláusulas de recuperación a los acuerdos de reducción de la deuda.

Convendría que el FMI defendiera sin ambigüedades el cálculo oficial de la capacidad de pago. Si las negociaciones se prolongaran en exceso, debería además permitirse al país acumular saldos en mora sobre el servicio de la deuda que excedieran su capacidad de pago en el mediano plazo, determinada oficialmente. De hecho, tal vez incluso podrían protegerse los saldos en mora como una restricción cambiaria, en conformidad con el Artículo VIII, 2) b) del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional.

e) *Reducir el endeudamiento con el Club de París.* El monto de la reducción de deudas que deben absorber los bancos es proporcionalmente mayor cuando son los únicos acreedores que se someten al proceso. Por otra parte, la reducción del endeudamiento bancario sólo incide en forma limitada en el peso de la deuda pendiente para aquellos países que dependen mucho de transacciones oficiales. Por ambas razones, sería aconsejable que la reducción de la deuda se hiciera extensiva a las obligaciones con el Club de París. Como mínimo, debería darse a los deudores de ingresos medianos el mismo trato que contemplan las políticas de reducción de deuda para los países africanos de bajos ingresos, aprobadas por la reunión cumbre de Toronto, en junio de 1988.

f) *Crear nuevos mecanismos para aliviar el peso del servicio de la deuda con instituciones multilaterales de crédito.* Un importante

número de países de América Latina y el Caribe tienen grandes deudas con las instituciones multilaterales de crédito. El peso que esto significa se ha visto agravado en los últimos años al crearse con estos organismos una transferencia negativa de recursos para la región. La dificultad del problema del servicio de la deuda se manifiesta en crecientes saldos en mora con estas instituciones, que tradicionalmente se consideran acreedores preferenciales. Es evidente, por lo tanto, que, como parte de una solución global, deben encontrarse formas –aunque sean transitorias– de aliviar la carga de los pagos a estas entidades.

Los nuevos acontecimientos relativos a la rápida movilización de fondos para el Plan Brady han puesto de manifiesto una inesperada capacidad de incrementar los créditos multilaterales con los recursos de capital ya existentes. Así, cuando no sea posible eliminar definitivamente el sobreendeudamiento mediante acuerdos voluntarios con los bancos, el Banco Mundial y el FMI podrían liberar gradualmente el uso de los recursos asignados a préstamos de balanza de pagos y de proyectos.

El FMI cuenta con una liquidez excepcional. Esto podría aprovecharse para producir un alivio de la transferencia de recursos que actualmente muchos países deben hacer al Fondo. Podría liberalizarse el acceso al nuevo servicio de financiamiento compensatorio y de contingencia, tanto en términos de condicionalidad como de acceso a recursos. Los recursos que ofrece el Fondo podrían además absorberse mejor si sus programas ampliados resultaran más atractivos para los países seriamente interesados en el ajuste. A este fin, las revisiones semestrales de los criterios de ejecución deberían ser la práctica operacional estándar, en vez de las revisiones trimestrales tradicionales; en ciertas circunstancias, podrían justificarse revisiones de carácter anual. Además, como lo ha señalado desde hace ya mucho el Grupo de los 24, los ejercicios de ajuste de los programas del Fondo deberían fortalecerse mediante "ejercicios de crecimiento" explícitos y significativos. Cabría mencionar que, para crear confianza en su papel de mecanismo de préstamos de última instancia, el FMI necesita gozar de una situación de liquidez incuestionable, a fin de poder responder a emergencias totalmente imprevistas. El Fondo

estaría en mejor posición para girar sobre su liquidez actual si hubiera apoyo suficiente para el legítimo llamamiento formulado por su Director Gerente, en el sentido de un aumento del 100% en las cuotas en el FMI.

Convendría asimismo que el Fondo, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) exploraran la posibilidad de extender los plazos de gracia y de amortización sobre sus préstamos. En particular, el Banco Mundial podría considerar la posibilidad de reintroducir un sistema de cupos fijos de pago, como ya lo ha hecho para países de bajos ingresos.

Por último, las instituciones multilaterales de crédito deben avanzar más en lo que respecta a los sistemas de socorro para los países que han incurrido en prolongados períodos de mora. Los arreglos hechos recientemente para Guyana –hubo países amigos que se movilizaron para ayudar al país a cancelar sus saldos en mora– podrían servir también para otros países aquejados de problemas semejantes.

2. La enmienda: un servicio especial de conversión de deuda basado en el Plan Brady

En cuanto a su diseño, el Plan Brady es en gran medida fragmentario y casuístico. Incluso fortalecido por las medidas ya expuestas, adolecerá de serias ineficiencias. Si se consolidara en un servicio especial de conversión de deuda, podría reducir muchísimo tales ineficiencias, y en última instancia rebajar los costos públicos del apoyo a la reducción del endeudamiento.

A diferencia de los frágiles acuerdos de un plan asistemático, que procede caso por caso, un servicio que contara con su propio capital constituiría un mensaje irrevocable, para todas las partes que intervienen en el mercado, de que existe la firme voluntad de eliminar el sobreendeudamiento. En sí misma, esta medida podría producir un vuelco en las expectativas y contribuir a crear un círculo virtuoso de actividad en el sector privado. Un servicio central especializado también podría aumentar la transparencia y la responsabilidad del comportamiento de todos los agentes que participan en las negociaciones de reducción del endeudamiento. Mejoraría además la flexibilidad del manejo del problema, por cuanto el servicio no estaría limitado por los

convenios constitutivos de las instituciones multilaterales de crédito existentes. Al contar con una estructura y una administración más flexible para los ejercicios de reducción de deuda, el servicio también podría abordar mejor los problemas de riesgo moral. Por último, un marco institucional especializado garantizaría un tratamiento más parejo en la distribución de la reducción de la deuda entre los diversos países en desarrollo.

En síntesis, si el Plan Brady se desarrollara en el marco de un servicio institucionalizado, probablemente lograría eliminar el sobreendeudamiento en forma más rápida y equitativa, y también a un costo inferior que el del actual enfoque asistemático. Al eliminar con rapidez la deuda excesiva en muchos países, dicho servicio aceleraría, en vez de retrasar, el retorno de los países deudores a los mercados de créditos voluntarios.

Todas las propuestas formuladas hasta aquí aumentan, por cierto, la presencia del sector público en el manejo del problema del endeudamiento. Sin embargo, mientras se exija a los bancos reducir sus acreencias a niveles compatibles con el crecimiento sostenido en los países deudores, el hecho de asumir mayores riesgos no sería para el sector público una forma de eximir de responsabilidades a los bancos. Por el contrario, sería una forma de hacer que el sector público internacional asuma las responsabilidades que efectivamente corresponden a su esfera de acción cuando se trata de un problema sistémico como el que se observa en los países en desarrollo cuyo endeudamiento es excesivo.

Las seis propuestas básicas para tomar medidas correctivas que aquí se señalan tienen un carácter sistémico. Para negociar su puesta en marcha, se necesita una acción concertada tanto de deudores como de acreedores; su aplicación a cada situación particular se presta para proceder caso por caso.

D. LA OPCION DE RESTRINGIR LOS PAGOS EN FORMA UNILATERAL

Fortalecer el Plan Brady no será tarea fácil. La fuerza que lo impulsa es el Gobierno de los Estados Unidos; pero su capacidad para financiar iniciativas internacionales de amplio alcance se ve limitada por un grave desequilibrio fiscal. Queda por verse hasta qué punto los gobiernos europeos y el de Japón tendrán la voluntad y la capacidad de tomar a

su vez medidas para manejar el problema. Mientras tanto, muchos países que enfrentan los efectos desestabilizadores de una excesiva transferencia de recursos al exterior se verán obligados a optar por restringir sus pagos en forma unilateral.

Desde 1987, ha ido en rápido aumento el número de países que han tomado esa opción; de hecho, durante 1989 en América Latina no eran menos de 15 los países con retrasos acumulados en el servicio de su deuda. La mayor parte de las restricciones de dicho servicio se han hecho en forma oficiosa. Hay, sin embargo, algunos países que han decretado oficialmente una moratoria, y han formulado planes explícitos para pagar sus obligaciones sólo en parte. Estas restricciones unilaterales del servicio suelen ser la otra cara de la moneda de los graves defectos de la estrategia internacional de manejo de la deuda.

La restricción de los pagos de servicio de la deuda no suele asociarse al éxito económico. Sin embargo, al menos dos casos internacionalmente reconocidos como de "éxito" en el ajuste –los de Bolivia y Costa Rica– se han financiado en parte mediante restricciones no negociadas del pago de obligaciones a bancos comerciales privados y otros acreedores. Dado que representan una buena proporción del limitado número de casos de "éxito" semejantes que pueden encontrarse durante los últimos ocho años, cabe concluir que, al menos en ciertas circunstancias, las restricciones de pagos pueden formar parte de un proceso ordenado de ajuste estructural.

Las enormes represalias de los acreedores, muchas veces señaladas como costo potencial del incumplimiento, no se han materializado durante la actual crisis. Sin embargo, la historia sugiere que este tipo de comportamiento por parte de los acreedores suele vincularse a conflictos políticos de carácter más amplio entre países. Las restricciones de los pagos del servicio de la deuda por parte de los países de América Latina y el Caribe durante los años ochenta efectivamente han tenido costos, tales como menor acceso al crédito, demandas judiciales esporádicas y la irritación de ciertos segmentos sociales en los países deudores. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que una restricción bien administrada puede mantener el impacto negativo de los atrasos en niveles tolerables.

Al proponerse el Plan Brady, se ha acortado la distancia entre una restricción unilateral de los pagos y la estrategia internacional de manejo de la deuda. Cuando un país se ve obligado a aplicar tal restricción, ese hecho se transforma potencialmente en un buen punto de partida para la negociación de un conjunto de medidas de reducción del endeudamiento al estilo del Plan. Sin embargo, éste exige un programa del FMI como prerequisite de la reducción. Puesto que algunos países en proceso de ajuste han estimado prudente postergar un acuerdo con el Fondo hasta poder consolidar su propio programa económico, una administración eficiente de las restricciones de pagos vigentes muchas veces ha constituido un prerequisite de un proceso ordenado de ajuste.

La experiencia de la restricción de pagos en América Latina y el Caribe es ya suficiente como para que se puedan describir algunas de las políticas efectivamente aplicadas por los países con el fin de minimizar los costos que significan los atrasos para sus acreedores de la banca comercial. Algunos estudios recientes al respecto demuestran que las restricciones han sido económicamente efectivas cuando han dependido de políticas económicas coherentes y sustentables, en las que el alivio que representa la demora en los pagos ha servido para financiar ajustes fundamentales. Una administración eficiente de las restricciones de pagos se ha basado también en un consenso político interno relativamente amplio que, a la luz de las opciones ofrecidas por los acreedores, justifica una restricción temporal del servicio de la deuda para prestar apoyo al programa económico interno de ajuste estructural.

Los países que han impuesto restricciones unilaterales a los pagos han descubierto que excluir de éstas a cierto tipo de acreedores ha sido un modo eficaz de minimizar tensiones. No obstante, las instituciones así favorecidas no necesariamente se han mostrado más liberales con su crédito durante el período de restricción. Los saldos en mora de América Latina y el Caribe corresponden principalmente a deudas con bancos privados y fuentes de crédito del Club de París. La mayor parte de los países ha procurado evitar que las restricciones afecten la preferencia que se otorga a las instituciones multilaterales de crédito.

Puesto que las restricciones de los pagos nunca han dejado de producir ciertas represalias de parte de los acreedores, en la práctica los países han empleado técnicas diversas para proteger sus reservas internacionales y sus líneas de crédito de corto plazo. Un examen de las experiencias al respecto muestra que en la mayor parte de las circunstancias dichas técnicas pueden ser razonablemente efectivas para controlar en

forma temporal los costos en que incurren los países debido a los atrasos en los pagos a los bancos y otros acreedores.

Aunque una restricción unilateral de los pagos no es por cierto la solución óptima para el problema de la deuda, puede ser – a falta de una solución eficaz de carácter público – una alternativa subóptima para muchos países deudores que se ven en la obligación de reducir la transferencia de recursos al exterior.

II. UNA VISION GENERAL DE LA NATURALEZA DEL PROBLEMA DE LA DEUDA

El Plan Brady es la etapa más reciente de la estrategia internacional de manejo de la deuda. El Plan, introducido en marzo de 1989, representa un progreso conceptual considerable de parte de los países acreedores; en efecto, ahora existe bastante consenso entre las naciones acreedoras y deudoras de que la reducción de la deuda es una condición necesaria para un ajuste estructural eficiente y para resolver la crisis de desarrollo en la región. Además, el Plan Brady señala la primera vez en que los gobiernos acreedores han estado dispuestos a apoyar en forma explícita el proceso de reducción de la deuda con un aporte importante de recursos públicos.

La razón de que el Plan Brady haya despertado tantas expectativas en la región es que el sobreendeudamiento ha desempeñado un papel decisivo en la crisis de desarrollo regional, que ya lleva ocho años. Los orígenes de la crisis y las razones de su naturaleza prolongada son complejos. Sin embargo, destaca un factor común que es la carga de la deuda y la transferencia masiva de recursos al exterior que esa situación conlleva.

Al margen de los demás factores que afectan el desempeño económico de América Latina y el Caribe, es evidente que hay que hallar una solución para el problema de la deuda. La deuda externa regional ascendía a un total de 422 000 millones de dólares a fines de 1989, de la que el 60% aproximadamente era con los bancos comerciales privados (cuadro 2).¹

Como cabía suponer en las regiones en desarrollo, la deuda externa había sido una fuente de transferencias positivas de recursos durante la década de 1970, período en que estimuló el crecimiento. Sin embargo, desde 1982 el flujo de recursos entre el norte y el sur se ha invertido, de modo que América Latina y el Caribe transfieren un volumen sin precedentes de recursos netos a sus acreedores por concepto del servicio de la deuda (gráfico 1).

Conforme a la mayoría de las estimaciones hay un gran sobreendeudamiento en la deuda regional total que incide seriamente en el desempeño económico de los países deudores. Además, este sobreendeudamiento se ve confirmado por los grandes descuentos que se ofrecen por la deuda bancaria en los mercados secundarios; la valoración promedio de mercado de las obligaciones de la región a fines de 1989 era sólo de 28 centavos por cada dólar (cuadro 3). Si se eliminaran el sobreendeudamiento y la correspondiente transferencia externa de recursos, los países de América Latina y el Caribe podrían dejar de lado el problema de la deuda de una vez por todas. Entonces habría mayores posibilidades de concentrar los esfuerzos no sólo en la tarea de la reestructuración y el desarrollo económicos, sino también en evaluar con mayor precisión dicho esfuerzo interno. En efecto, en vista de los efectos perversos del sobreendeudamiento sobre los incentivos y sobre el desempeño económico interno,² la

¹ Nótese que los datos de algunos países son del Banco de Pagos Internacionales, que subestima la deuda debido a limitaciones de cobertura y al hecho de que incorpora los efectos de la rebaja del valor en libros de los préstamos, lo que no necesariamente reduce la obligación del deudor.

² Véase Paul Krugman, *Market-Based Debt Reduction Schemes*, Working Paper N° 2587, Cambridge, Mass., Bureau of Economic Research, mayo de 1988.

Cuadro 2
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA TOTAL
 DESEMBOLSADA Y DEUDA CON LA BANCA COMERCIAL PRIVADA ^a**
(Saldos a fines del año en millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 ^b
América Latina y el Caribe										
Total (1)	231 345	288 591	331 160	356 388	373 319	382 865	399 608	422 778	419 440	422 400
Banca privada (2)	157 545	201 823	232 260	244 693	256 954	259 514	263 336	273 212	256 846	...
(2)/(1) %	68.1	69.9	70.1	68.7	68.8	67.8	65.9	64.6	61.2	...
Países exportadores de petróleo										
Total (1)	97 267	125 583	140 503	152 937	156 243	158 207	163 628	170 396	170 244	172 805
Banca privada (2)	72 789	97 664	109 150	113 532	116 416	116 843	118 296	121 603	113 465	...
(2)/(1) %	74.8	77.8	77.7	74.2	74.5	73.9	72.3	71.4	66.6	...
Bolivia										
Total (1) ^c	2 340	2 653	2 803	3 176	3 208	3 294	3 536	4 162	3 993	4 100
Banca privada (2)	1 112	1 153	1 221	1 153	1 112	941	977	1 025	575	...
(2)/(1) %	47.5	43.5	43.6	36.3	34.7	28.6	27.6	24.6	14.4	...
Ecuador										
Total (1)	4 167	5 272	5 365	7 381	7 596	8 111	9 077	10 267	11 034	11 700
Banca privada (2)	3 277	4 083	4 319	4 681	4 582	4 769	4 720	5 226	5 400	...
(2)/(1) %	78.6	77.4	80.5	63.4	60.3	58.8	52.0	50.9	48.9	...
México										
Total (1)	50 700	74 900	87 600	93 800	96 700	97 800	100 500	102 400	100 400	99 900
Banca privada (2)	41 918	63 071	69 329	73 793	75 948	76 245	77 324	79 163	72 704	...
(2)/(1) %	82.7	84.2	79.1	78.7	78.5	78.0	76.9	77.3	72.4	...
Perú										
Total (1)	9 595	9 606	11 465	12 445	13 338	13 877	15 630	16 942	18 725	19 980
Banca privada (2)	3 829	4 028	5 128	3 454	5 395	5 597	6 111	6 580	7 048	...
(2)/(1) %	39.9	41.9	44.7	27.8	40.4	40.3	39.1	38.8	37.6	...
Trinidad y Tabago										
Total (1)	857	1 052	1 220	1 423	1 539	1 763	1 988	2 181	2 269	2 300
Banca privada (2)	521	667	833	1 014	885	910	859	789	699	...
(2)/(1) %	60.8	63.4	68.3	71.3	57.5	51.6	43.2	36.2	30.8	...
Venezuela										
Total (1) ^d	29 608	32 100	32 050	34 712	33 862	33 362	32 897	34 444	33 823	34 825
Banca privada (2)	22 132	24 662	28 320	29 437	28 494	28 381	28 305	28 820	27 039	...
(2)/(1) %	74.8	76.8	88.4	84.8	84.1	85.1	86.0	83.7	79.9	...

Cuadro 2 (continuación)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 ^b
Países no exportadores de petróleo										
Total (1)	134 078	163 008	190 657	203 451	217 076	224 658	235 980	252 382	249 196	249 595
Banca privada (2)	84 756	104 159	123 110	131 161	140 538	142 671	145 040	151 609	143 381	...
(2)/(1) %	63.2	63.9	64.6	64.5	64.7	63.5	61.5	60.1	57.5	...
Argentina										
Total (1)	27 162	35 671	43 634	45 069	46 903	49 326	51 422	54 700	59 000	61 100
Banca privada (2)	18 084	23 706	30 327	30 480	31 046	34 905	36 016	38 070	37 261	...
(2)/(1) %	66.6	66.5	69.5	67.6	66.2	70.8	70.0	69.6	63.2	...
Brasil										
Total (1) ^e	70 565	80 373	91 922	97 484	104 926	105 126	111 045	121 174	113 300	111 100
Banca privada (2)	48 354	55 318	64 431	70 022	76 975	74 830	76 242	82 380	76 309	...
(2)/(1) %	68.5	68.8	70.1	71.8	73.4	71.2	68.7	68.0	67.4	...
Colombia										
Total (1)	6 805	8 518	10 269	11 458	12 350	14 063	14 987	15 663	16 454	16 950
Banca privada (2)	3 838	5 298	6 498	7 156	7 316	7 211	7 512	7 085	7 592	...
(2)/(1) %	56.4	62.2	63.3	62.5	59.2	51.3	50.1	45.2	46.1	...
Costa Rica										
Total (1)	2 209	2 687	3 188	3 532	3 752	3 742	3 922	4 194	4 100	4 500
Banca privada (2)	1 231	1 391	1 564	1 942	1 803	1 856	1 925	1 977	2 049	...
(2)/(1) %	55.7	51.8	49.1	55.0	48.1	49.6	49.1	47.1	50.0	...
Chile										
Total (1)	11 207	15 591	17 159	18 037	19 659	20 403	20 716	20 660	18 971	17 610
Banca privada (2)	8 289	12 737	13 805	13 981	15 323	15 570	15 287	13 835	11 815	...
(2)/(1) %	74.0	81.7	80.5	77.5	77.9	76.3	73.8	67.0	62.3	...
El Salvador										
Total (1)	1 176	1 608	1 710	1 890	1 949	1 980	1 928	1 880	1 913	1 825
Banca privada (2)	212	214	155	213	222	218	225	231	223	...
(2)/(1) %	18.0	13.3	9.1	11.3	11.4	11.0	11.7	12.3	11.7	...
Guatemala										
Total (1)	1 053	1 385	1 839	2 156	2 495	2 694	2 674	2 700	2 647	2 830
Banca privada (2)	432	405	346	580	486	604	506	477	504	...
(2)/(1) %	41.0	29.2	18.8	26.9	19.5	22.4	18.9	17.7	19.0	...

Cuadro 2 (conclusión)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 ^b
Haití										
Total (1) ^c	290	372	410	551	607	600	697	741	785	800
Banca privada (2)	27	41	40	40	29	28	30	26	25	...
(2)/(1) %	9.3	11.0	9.8	7.3	4.8	4.7	4.3	3.5	3.2	...
Honduras										
Total (1)	1 388	1 588	1 986	2 162	2 392	2 794	3 018	3 105	3 045	3 260
Banca privada (2)	372	356	244	396	394	345	332	349	343	...
(2)/(1) %	26.8	22.4	12.3	18.3	16.5	12.3	11.0	11.2	11.3	...
Jamaica										
Total (1)	2 252	2 674	3 071	3 582	3 452	3 828	3 971	4 245	4 185	4 200
Banca privada (2)	531	484	496	478	493	480	477	481	521	...
(2)/(1) %	23.6	18.1	16.2	13.3	14.3	12.5	12.0	11.3	12.4	...
Nicaragua										
Total (1) ^c	1 825	2 566	3 139	3 788	4 362	4 936	5 760	6 270	7 220	7 570
Banca privada (2)	368	500	552	663	554	783	564	543	412	...
(2)/(1) %	20.2	19.5	17.6	17.5	12.7	15.9	9.8	8.7	5.7	...
Panamá										
Total (1) ^f	2 974	3 366	3 923	4 388	4 368	4 774	4 935	5 324	5 400	5 500
Banca privada (2)	1 307	1 344	1 718	1 764	2 051	2 170	2 213	2 226	2 393	...
(2)/(1) %	43.9	39.9	43.8	40.2	47.0	45.5	44.8	41.8	44.3	...
Paraguay										
Total (1)	861	948	1 203	1 469	1 654	1 772	1 855	2 043	2 002	2 150
Banca privada (2)	272	394	336	401	614	545	561	691	626	...
(2)/(1) %	31.6	41.6	27.9	27.3	37.1	30.8	30.2	33.8	31.3	...
República Dominicana										
Total (1)	2 173	2 549	2 966	3 313	3 536	3 720	3 812	3 795	3 844	3 900
Banca privada (2)	827	983	858	874	854	882	845	861	857	...
(2)/(1) %	38.1	38.6	28.9	26.4	24.2	23.7	22.2	22.7	22.3	...
Uruguay										
Total (1)	2 138	3 112	4 238	4 572	4 671	4 900	5 238	5 888	6 330	6 300
Banca privada (2)	612	988	1 740	2 171	2 378	2 244	2 305	2 377	2 451	...
(2)/(1) %	28.6	31.7	41.1	47.5	50.9	45.8	44.0	40.4	38.7	...

Fuente: Deuda externa total: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales; Deuda externa con la banca privada internacional: CEPAL, sobre la base de diversas fuentes internacionales.

^a La deuda externa total incluye la deuda con el FMI. Por otra parte se debe notar que en algunos países la serie de la deuda con la banca privada está subestimada debido a deficiencias de cobertura y a que los datos incluyen ajustes por castigos de cartera que en sí mismos no eliminan la obligación de la deuda. ^b Cifras preliminares. ^c Deuda pública. ^d Deuda total de acuerdo con informaciones oficiales y de organismos financieros internacionales.

^e Hasta 1984 corresponde a datos del Banco Mundial. ^f Información del Banco Mundial.

Gráfico 1
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA
NETA DE TRANSACCIONES CREDITICIAS a/



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del FMI.

a/ Créditos desembolsados netos menos el pago de intereses netos.

Cuadro 3
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: VALOR DE LA DEUDA EXTERNA
 EN EL MERCADO SECUNDARIO**
(Como porcentaje del valor nominal)

	1986			1987			1988			1989		
	Enero	Junio	Di- ciem- bre	Enero	Junio	Di- ciem- bre	Enero	Junio	Di- ciem- bre	Enero	Junio	Di- ciem- bre
Argentina	62	65	66	64	52	35	32	25	21	20	13	13
Bolivia	...	6	7	8	9	11	11	11	10	10	11	11
Brasil	75	74	74	72	62	46	46	51	41	37	31	22
Colombia	82	81	86	86	85	65	65	65	57	56	57	64
Costa Rica	...	48	35	35	36	15	15	11	12	13	14	17
Chile	65	67	67	68	70	61	61	60	56	60	61	59
Ecuador	68	64	65	65	50	37	35	27	13	13	12	14
Guatemala	...	52	60	61	67	77	57
Honduras	...	40	40	40	39	22	22	22	22	22	17	20
Jamaica	...	45	45	45	38	33	33	38	40	40	41	40
México	69	59	56	57	57	51	50	51	43	40	40	36
Nicaragua	...	4	4	4	5	4	4	2	2	2	1	1
Panamá	...	69	68	68	67	39	39	24	21	19	10	12
Perú	25	20	18	18	14	7	7	6	5	5	3	6
República Dominicana	...	45	45	45	45	23	23	20	22	22	22	13
Uruguay	...	63	66	68	74	60	59	60	60	60	57	50
Venezuela	80	76	74	75	71	58	55	55	41	38	37	34
Promedio ^a	...	64.9	64.2	63.7	58.5	46.5	45.1	45.4	37.7	35.2	31.9	28.0

Fuente: Naciones Unidas, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales Internacionales, sobre la base de los precios de oferta compilados por Salomon Brothers, High Yield Department.

^a Ponderado por el monto de la deuda bancaria.

eliminación del problema de la deuda es una condición previa para resolver la crisis más general del desarrollo en la región.

A estas alturas, ya se conocen relativamente bien los hechos circunstanciales que influyeron en el surgimiento del problema de la deuda y su evolución durante los ocho últimos años.³ Lo que ha sido menos evidente, al menos a juzgar por los pronunciamientos oficiales sobre el tema de la deuda, son los orígenes sistémicos del problema y la persistencia de los obstáculos sistémicos que se oponen a su solución. El hecho de no apreciar cabalmente las dimensiones sistémicas de la crisis regional ha sido indudablemente un factor que ha contribuido a muchas de las deficiencias del manejo oficial del problema internacional de la deuda.⁴ Por ende, el punto de partida del presente estudio será enfatizar las características sistémicas del problema de la deuda y la urgencia sostenida de encontrar soluciones colectivas más integrales.

A. LOS ORIGENES SISTEMICOS DEL PROBLEMA DE LA DEUDA

El estallido de la crisis de la deuda en América Latina en 1982 se ha atribuido casi siempre al mal manejo que han hecho los deudores de sus economías. Otro factor que se ha mencionado con cierta frecuencia son las perturbaciones externas exógenas de comienzos de los años

ochenta, como el alza violenta de las tasas de interés internacionales.⁵ Ultimamente, algunos analistas han comenzado a centrarse en el papel desempeñado por la concesión excesiva de préstamos de los bancos comerciales en el desarrollo de la crisis.⁶ Sin embargo, estas diferentes perspectivas del problema suelen tratarse como explicaciones excluyentes, cuando de hecho deberían percibirse como componentes interaccionantes de una relación entre oferta y demanda que se descarrió durante la década turbulenta de los años setenta.

En efecto, cabría sostener que lo que "falló" durante la década de 1970 no fueron ni los prestatarios ni los banqueros como tales, sino más bien el "mercado". Esto no debería causar extrañeza, puesto que tradicionalmente los mercados crediticios privados han sido propensos a la sobreexpansión y a la crisis. Esta característica histórica —que desmiente la aseveración tan escuchada en esa década de que "el mercado sabe más que nadie"⁷— ha inspirado una serie de destacadas interpretaciones de la crisis financiera por economistas de renombre con perspectivas muy diferentes del desarrollo capitalista.⁸

1. El marco general

Aunque pueden diferir los detalles, los grandes rasgos de estas diferentes interpretaciones de

³ Véase CEPAL, *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe* (LC/G.1487/Rev.2-P), serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 72, Santiago de Chile, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.88.II.G.10.

⁴ La insensibilidad frente a la naturaleza sistémica de la crisis queda claramente de manifiesto en el informe del Grupo de los Diez titulado "The Role of the IMF and the World Bank in the Context of the Debt Strategy", presentado a los ministros y gobernadores, junio de 1989.

⁵ Véase, por ejemplo, Grupo de los Diez, *op. cit.* y William Cline, *International Debt*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1984.

⁶ Jack Guttentag y Richard Herring, "Commercial bank lending to developing countries: from overlending, to underlending, to structural reform", *International Debt and the Developing Countries*, Gordon Smith y John Cuddington (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial, pp. 129 a 150, 1985; Robert Devlin, "Comportamiento de la banca internacional en los años setenta y su efecto en la crisis de América Latina", *La crisis de la deuda externa en América Latina*, Miguel Wionczek (ed.), vol. 1, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, 1987, pp. 177 a 238; William Darity Jr. y Bobbie Horn, *The Loan Pushers*, Cambridge, Mass., Ballender Publishing Co., 1988; CEPAL, *El comportamiento de los bancos transnacionales y la crisis internacional de endeudamiento*, serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 76 (LC/G.1553/Rev.1-P), Santiago de Chile, 1989. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.12 y Michael Mortimore, "Conductas de los bancos acreedores de América Latina", *Revista de la CEPAL*, N° 37 (LC/G.1547-P), Santiago de Chile, abril de 1989, pp. 7 a 28.

⁷ Por ejemplo, véase Monroe Haegle, "The market knows best", *Euromoney*, mayo de 1980, pp. 121 a 128.

⁸ Sólo para mencionar algunos, véase Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, Oxford, Oxford University Press, 1980; Thorstein Veblen, *The Theories of Business Enterprise*, Nueva York, Charles Scribner's & Sons, 1904; Hyman Minsky, *Can "It" Happen Again?*, Armonk, Nueva York, M.E. Sharpe, 1982; Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, Nueva York, Basic Books, 1978 y Jack Guttentag y Richard Herring, "Credit rationing and financial disorder", *Journal of Finance*, vol. 39, N° 5, diciembre de 1984, pp. 1359 a 1382.

la crisis financiera sistémica son lo bastante similares como para permitir el surgimiento de un patrón estereotipado. En esencia, un ciclo crediticio comienza a gestarse en una economía debido a uno o más acontecimientos exógenos, por ejemplo, el alza de los precios de los productos básicos, una innovación importante en los sectores industrial o financiero, etc. – que modifican las expectativas privadas acerca de la rentabilidad y las perspectivas de algún segmento importante del mercado. Con ello, sobreviene un auge del sector y en forma más general de la economía. No obstante, como la expansión económica y la prosperidad siguen florecientes, los mercados crediticios se vuelven complacientes. Muchos prestatarios y prestamistas caen víctimas de la miopía frente a la capacidad de reembolso futura y al riesgo de incumplimiento; de hecho, una expansión económica prolongada y una experiencia favorable en materia de reembolsos pueden crear un estado de euforia tal en el mercado que en los riesgos subjetivos involucrados en las operaciones de endeudamiento o de concesión de préstamos ni siquiera se vislumbra la probabilidad real del incumplimiento. En cierta etapa del ciclo, las expectativas positivas pueden autoalimentarse hasta tal punto que la evaluación subjetiva del riesgo por los agentes económicos cae hasta un umbral crítico en que todo el mundo comienza a actuar como si la probabilidad de incumplimiento involucrada en dichas operaciones fuera nula (gráfico 2). En esta etapa eufórica, se observa también que el auge crediticio se ve espoleado por nuevas entidades crediticias que ingresan al mercado con la esperanza de duplicar el lucro fácil de los líderes del mercado. No obstante, suelen estar aun menos informados que los líderes y, por tanto, son más propensos a que en su decisión de prestar influyan la miopía del mercado y el deseo de unirse a los triunfadores.

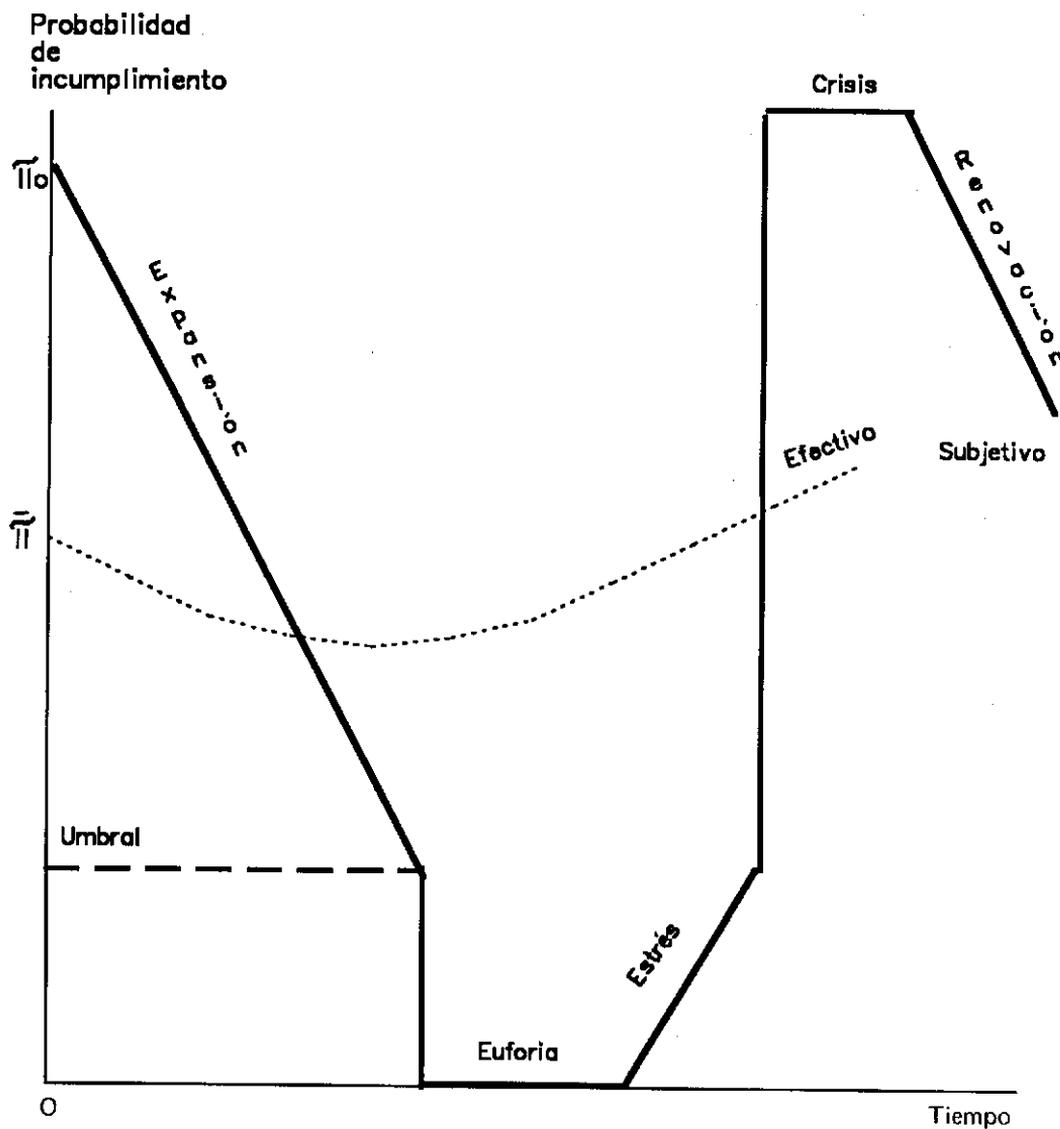
En realidad, durante el período de euforia jamás se les pide a los prestatarios que "paguen" su deuda. Esto se debe a que los acreedores están dispuestos a refinanciar fácilmente los pagos venideros del servicio de la deuda con nuevos préstamos, y a otorgar créditos adicionales, creando con ello una considerable transferencia positiva de recursos hacia los prestatarios. Y así como el ciclo crediticio es alimentado por las entidades crediticias marginales, también es impulsado

por los prestatarios marginales, que suelen conseguir un acceso al mercado que supera con creces su capacidad de absorber con eficiencia los recursos.

El resultado de dicho proceso es que cuando falta la supervisión bancaria efectiva los prestatarios y acreedores pueden pasar a una situación de gran endeudamiento y volverse dependientes del refinanciamiento de mercado del servicio venidero de la deuda para impedir que se derrumbe la montaña de obligaciones acumuladas. Algunos acreedores – casi siempre los mejor informados – comienzan a prever la insostenibilidad de la expansión crediticia y procuran, por tanto, contraer sus empréstitos. Al principio, esto tiene poco efecto sobre los volúmenes brutos de crédito, ya que los acreedores renuentes son desplazados con rapidez por nuevos integrantes ávidos y menos informados que buscan expandir su participación crediticia en el mercado. Pero hay vínculos institucionales estrechos dentro de la red crediticia, que harán que la sensación de estrés financiero de algunas instituciones de crédito invada paulatinamente el mercado. El estrés se manifiesta en una desaceleración del crecimiento del volumen crediticio neto, aunque el volumen bruto alcance niveles sin precedentes. Las condiciones de endeudamiento comenzarán también a deteriorarse a medida que los acreedores procuren reducir sus propios riesgos mediante el acortamiento de los plazos de los nuevos préstamos y el cobro de primas por riesgo más elevadas. Sin embargo, aquí comienza a manifestarse la falacia de composición, porque mientras más y más entidades crediticias restringen sus condiciones de préstamo para proteger sus propias carteras, esto acelera notoriamente el crecimiento del servicio de la deuda y la demanda global de una refinanciación del crédito. A su vez, la demanda acelerada de refinanciación puede presionar hasta tal punto el sistema crediticio que incluso las entidades crediticias más eufóricas comienzan a sentirse vulnerables.

El estrés financiero puede degenerar a menudo en una crisis a toda orquesta. La crisis suele precipitarla un solo evento importante – por ejemplo, una caída violenta de la relación de intercambio, el incumplimiento de un gran prestatario, el colapso de una gran institución de crédito – o una serie de acontecimientos, que llevan a los acreedores a modificar

Grafico 2
EL CICLO CREDITICIO a/



a/ Esta es una variante del gráfico presentado por Jack Guttentag y Richard Herring en "Credit Rationing and Financial Disorder", *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 5, de diciembre de 1984, p. 1 364.

drásticamente sus expectativas acerca de la capacidad de un grupo de clientes para servir sus deudas. Además, lo repentino e imprevisto del acontecimiento negativo, junto con las barreras de información, favorece que los acreedores "sobreajusten" ahora sus expectativas en una dirección negativa (gráfico 2). Los mismos factores propenden a que muchos acreedores sean tan indiscriminados en la evaluación de los clientes con problemas como lo fueron en la selección de los clientes solventes durante la fase ascendente del ciclo. En consecuencia, el mercado experimenta "aversión" por toda una clase de prestatarios; clase en que se confunden buenos y malos ya que muchos acreedores piensan que es un "problema de vecindad".

Los acreedores temerosos se rehusan a refinanciar el servicio de la deuda y exigen por primera vez el pago efectivo de la misma. En estas circunstancias, incluso los acreedores con una visión más optimista de la solvencia de los deudores se mostrarán renuentes a prestar, ya que advierten que es poco lo que harán sus préstamos en forma aislada para contrarrestar el efecto negativo de los bancos que se batan en retirada sobre la capacidad del prestatario para servir sus obligaciones. La fuga de los acreedores puede ser de tal magnitud como para detener prácticamente el flujo de nuevos créditos privados; y bajo el peso de un servicio de la deuda no refinanciado todos los deudores, salvo los más solventes, caerán en incumplimiento. A su vez, los incumplimientos pueden provocar el fracaso de los acreedores comprometidos. A menos que exista una liquidez compensatoria efectiva proporcionada por un mecanismo de préstamo de última instancia, los vínculos estrechos entre los acreedores, y entre los deudores y sus proveedores, pueden llevar a que los incumplimientos primarios tengan grandes repercusiones secundarias sobre la economía

que contribuyan al colapso financiero generalizado.

2. América Latina en los años setenta

El marco que se ha descrito como conducente a la crisis financiera tiene una base histórica.⁹ Una de las lecciones que ha dejado la experiencia es que cuando la acumulación excesiva de la deuda aparece simultáneamente en una amplia gama de prestatarios con características diferentes, puede ser muy engañoso centrarse en una sola causa del problema, sea ésta el exceso de demanda, el exceso de oferta o los factores exógenos. Más bien, cabe interpretarlo con mayor provecho como una falla *del sistema* en que la *interacción* de la oferta y demanda del mercado en un contexto coyuntural determinado ha conducido a una asignación socialmente ineficiente de los recursos.¹⁰

El desarrollo de la crisis latinoamericana tuvo paralelos importantes con los patrones históricos. Durante los años setenta, por razones internas diferentes y complejas – algunas de ellas emanadas de su estilo de desarrollo – la mayoría de los países de la región aplicaron estrategias de desarrollo muy influidas por la deuda. Muchas economías se insertaron en los mercados internacionales de capital a un ritmo mucho más acelerado del que deseaban o podían insertarse en los mercados internacionales de comercio de bienes. Esto creó el problema potencial de transformar el ingreso nacional en dólares para servir las obligaciones externas. Además, la utilización de los mercados de capital extranjero involucraba a veces la acumulación de una deuda que superaba la capacidad del país para absorber los recursos con eficiencia en actividades productivas. En todo caso, el resultado común era que muchos países de la región se volvieron demasiado confiados en un

⁹ Véase Kindleberger, *op. cit.*

¹⁰ Hay dos perspectivas para abordar esta ineficiencia. Una posibilidad es que el plazo preferido por los acreedores privados sea más breve que el plazo en que se realiza el rendimiento de las inversiones o reformas financiadas con los préstamos. Esta situación se asemeja a un problema de liquidez. Una situación más seria sería aquella en que el valor actual del servicio futuro de la deuda superara el valor actual de los rendimientos futuros del financiamiento obtenido; esto se asemejaría a una situación de insolvencia. Un caso intermedio sería aquel en que el valor actual del servicio de la deuda y los rendimientos del financiamiento fueran simétricos, pero en que surgieran problemas de pago debido a una incapacidad para transformar la moneda nacional en divisas mediante la generación de excedentes comerciales.

entorno externo favorable (sobre todo en la refinanciación automática de la deuda) para servir sus obligaciones en forma oportuna.¹¹

Sin embargo, el endeudamiento excesivo de los prestatarios habría sido imposible sin la correspondiente concesión excesiva de préstamos por los bancos comerciales. En este sentido, interesa recordar que los bancos comerciales de los países industrializados habían venido experimentando una etapa de innovación financiera dinámica como parte de un ajuste internacional de los valores en cartera que se había iniciado en forma a mediados de los años sesenta. La plataforma de dicha expansión era el mercado no reglamentado de la euromoneda, que en muchos círculos gozaba de una reputación de eficiencia que con frecuencia se atribuía a *laissez faire*. El mercado de préstamos demasiado congestionado de la OCDE, junto con la recesión económica existente allí en 1970, llevó a algunos bancos a explorar nuevas fronteras de comercialización en el mundo en desarrollo. En esa época los líderes del mercado bancario mundial oligopolístico eran los grandes bancos estadounidenses. Se sintieron atraídos en forma natural hacia América Latina debido a los lazos históricos, políticos y comerciales que unen a Estados Unidos con la región, sumados al notable crecimiento de posguerra de la mayoría de los países latinoamericanos, y al alza de los precios de los productos básicos a comienzos de los años setenta. El ingreso de los grandes bancos estadounidenses al mercado latinoamericano validó la solvencia de la región para la comunidad bancaria en su conjunto, lo que la transformó en un punto focal de una guerra de precios oligopolística entre los bancos comerciales del mundo, en

que el determinante principal de la concesión de préstamos era a menudo la expansión de la participación en el mercado, y no la verdadera solvencia del prestatario y el riesgo de incumplimiento.¹²

El estrés financiero comenzó a hacerse presente en el mercado a fines de los años setenta y se agudizó en 1980-1981 cuando una restricción imprevista de la política monetaria de la OCDE provocó un alza violenta de las tasas reales de interés internacional a partir de los niveles ínfimos o negativos de los años setenta. La recesión de 1982 en la OCDE, que fue el corolario de la política monetaria restrictiva de los gobiernos acreedores, sólo vino a empeorar las cosas. Como se sabe, el estrés financiero de la región se transformó en una crisis en toda la regla en 1982, y a medida que el pánico se apoderó del mercado los banqueros consideraron que incluso los prestatarios más responsables eran un ejemplo más de las economías semicolapsadas en un mal vecindario. El flujo de créditos nuevos se detuvo prácticamente y al interrumpirse el proceso de refinanciación, a comienzos de 1983 casi todos los deudores latinoamericanos con compromisos importantes con los bancos habían caído en un incumplimiento *de facto*.

Ahora ya es un hecho más o menos aceptado el papel que los deudores y los acreedores jugaron en la crisis. Lo que se destaca con menos frecuencia es que la interacción permisiva de la oferta y la demanda estuvo influida además en forma fundamental por factores coyunturales que fueron el corolario de la política económica de los países industrializados. Es decir, la reglamentación laxa de los sistemas bancarios nacionales e internacionales es la única manera de explicar

¹¹ Para un análisis detallado de las causas de la crisis, véase CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina* (LC/G.1332), serie Cuadernos de la CEPAL, N° 48, Santiago de Chile, 1984, publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.18, y los estudios de caso de países en Miguel Wionczek (ed.), *La crisis de la deuda externa en América Latina*, vol. 2, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica, 1987.

¹² En los bancos modernos las variables de la toma de decisiones van más allá del cálculo del riesgo de incumplimiento vs. rendimiento de un administrador de cartera de inversiones tradicional. En efecto, durante los años setenta se observó que el cálculo del riesgo de incumplimiento sólo estaba latente en la mayoría de los departamentos de crédito de los bancos; la participación en el mercado y el prestigio eran las variables primordiales que influían en la toma de decisiones. Véase Devlin, *op. cit.*

cómo los bancos individuales podían haber otorgado préstamos a los países latinoamericanos por montos que transgredieron toda noción elemental de prudencia. Por ejemplo, en 1982 muchos de los grandes bancos estadounidenses tenían préstamos pendientes en Brasil y México equivalentes en cada caso a mucho más de 50% de su capital. Asimismo, se registraban coeficientes elevadísimos para los préstamos otorgados a la mayoría de los demás países de la región.¹³

Entretanto, los gobiernos de los países industrializados – confiados en que "el mercado sabe más que nadie" – fomentaban el reciclaje sostenido de los petrodólares por sus bancos privados, cuando de hecho la enorme magnitud de los desequilibrios macroeconómicos mundiales en esa época aconsejaban contar con mecanismos oficiales de reciclaje integrales.¹⁴ Así, en los años setenta los bancos eran aclamados por salvar al mundo occidental del colapso;¹⁵ pero ahora, en visión retrospectiva se considera que ese mismo papel formó parte de "la chapucería histórica del reciclaje de los petrodólares".¹⁶

En relación con el mismo fenómeno, los gobiernos de los países industrializados dejaron también concientemente que las posiciones relativas del FMI y del Banco Mundial en las finanzas mundiales se deterioraran en forma espectacular en la década de 1970.¹⁷ Así, cuando en 1982 los bancos entraron en una retirada procíclica, el componente anticíclico del sistema financiero internacional – es decir, el sector oficial – sólo pudo responder en forma débil para salvar la brecha financiera.¹⁸ La hiperexpansión de los

bancos hacia América Latina en los años setenta y su retirada masiva en los ochenta fue estimulada también por la política monetaria laxa de la OCDE en los años setenta y la imprevista contracción monetaria consiguiente de principios de los ochenta, introducida por los mismos gobiernos para combatir sus problemas inflacionarios internos.

En suma, la crisis de endeudamiento de América Latina y el Caribe surgió de la interacción compleja entre los prestatarios, sus banqueros y los formuladores de políticas en los países industrializados. Por ende, es el mercado, en un contexto institucional dado, el que falló y no un banquero o un prestatario como tal, y en este sentido el problema de la deuda es un problema público de toda la comunidad internacional. Se observará que el carácter social, o público, de la crisis tiene consecuencias sobre la elaboración de soluciones para el problema.

B. LOS OBSTACULOS SISTEMICOS QUE IMPIDEN LA SOLUCION DEL PROBLEMA

Históricamente, la solución a la hiperacumulación sistémica de crédito se ha confiado al libre juego de las fuerzas del mercado, cuya secuencia es la siguiente: incumplimientos, devaluación de los préstamos, quiebras de acreedores/prestatarios, intercambio de activos, reorganización financiera y, por último, renovación del sistema. Ha habido economistas y formuladores de políticas que se han declarado públicamente a favor de la solución clásica de mercado frente a una

¹³ Véase Cline, *op. cit.*, cuadro 2.

¹⁴ Entre 1974 y 1976 un 75% del financiamiento de los países deficitarios provino de fuentes privadas. Benjamin Cohen en colaboración con Fabio Basagni, *Banks and the Balance of Payments*, Montclair, N. J., Allanheld, Osmun & Co. Publishers, 1981, p. 19. El fomento que el gobierno estadounidense le dio al reciclaje por los bancos privados figura en U.S. Congress, House of Representatives, *Report on an International Debt Management Authority*, Washington, D.C., septiembre de 1988, pp. 39 y 40.

¹⁵ Véase Marina Whitman, "Bridging the gap", *Foreign Policy*, vol. 30, primavera boreal de 1978, pp. 148 a 156.

¹⁶ "Fine tuning the Brady Plan", editorial en el *Financial Times*, 10 de noviembre de 1989.

¹⁷ Por ejemplo, las cuotas del FMI relativas al comercio mundial de importaciones cayeron de 12% en los años sesenta a 4% a principios de los años ochenta. Véase U.S. Congress, Senate, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, "A Report", Washington, D.C., 24 de enero de 1985, p. 6; y Carlos Massad y Roberto Zahler, *Dos estudios sobre endeudamiento externo*, serie Cuadernos de la CEPAL, N° 19, Santiago de Chile, 1977, p. 22. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.81.II.G.40.

¹⁸ Por ejemplo, mientras el flujo bancario neto anual hacia los países en desarrollo no productores de petróleo cayó de 51 000 millones de dólares a 17 000 millones de dólares entre 1981 y 1983, los préstamos otorgados por el FMI sólo pudieron aumentar en 4 000 millones de dólares. Véase Richard Feinberg, "LDC debt and the public-sector rescue". *Challenge*, julio/agosto, 1985, p. 29.

acumulación excesiva de la deuda.¹⁹ En un enfoque de corte darwiniano, el ciclo de colapso y renovación se ha interpretado como un proceso que expulsa las unidades económicas ineficientes y con ello fortalece a la larga el sistema global. Esta interpretación contiene también con frecuencia alusiones moralistas, ya que se considera que los que no sobreviven al colapso han sido los decisores imprudentes del sistema.

No obstante, es indudable que existen potentes externalidades negativas en la solución de mercado que la vuelven muy costosa socialmente y que plantean la duda de si sirve de algo para promover la eficiencia a largo plazo. En primer lugar, en los mercados articulados, el pánico que se desata durante una crisis es contagioso con lo que el brote inicial de problemas financieros se propaga por el sistema y afecta incluso a los acreedores y prestatarios que se hallan más o menos alejados de la zona crítica. Además, la renovación del sistema se demora pues las barreras informativas hacen que las expectativas negativas sólo se reviertan con lentitud. Esto se ve complicado por las interdependencias institucionales y psicológicas entre los participantes del mercado que tienden a crear umbrales críticos, umbrales que las expectativas deben rebasar antes de que el mercado comience a responder a las mejoras objetivas de una situación. Por último, los desbarajustes financieros y el capital social devaluado deprimen hasta tal punto el ingreso disponible y las expectativas del sector privado que también pueden colapsarse la inversión, la producción y el empleo. La depresión económica resultante puede ser profunda y prolongada;²⁰ además, desencadena un círculo vicioso pues la producción deprimida agrava más la crisis financiera del sistema. En suma, el mercado librado a sus propios mecanismos socializa efectivamente el problema sistémico de la deuda, pero de una manera muy arbitraria y costosa.

El pensamiento económico predominante reconoce ahora que los costos de la crisis financiera pueden y deben contenerse mediante la respuesta rápida de un mecanismo de préstamo de última instancia (PUI). En efecto, algunos sostienen ahora que tradicionalmente las depresiones económicas que siguen a un colapso financiero han sido más prolongadas y profundas en aquellos casos en que no ha surgido un PUI eficaz.²¹

En general, se concuerda en que el papel fundamental de un PUI es contener la crisis y evitar la pérdida generalizada de la producción y el empleo que sobrevienen durante un grave desbarajuste financiero del sistema económico. La noción clásica del PUI –que tiene sus orígenes en el pensamiento económico de fines del siglo XVIII²²– procura identificarse con los partidarios del *laissez faire*, quienes se oponen a toda intervención pública en el mercado. En esencia, la función del PUI debería ser la de proporcionar con rapidez cantidades liberales de liquidez a un sistema financiero en crisis, de modo que la oferta monetaria no se contraiga. Conforme al argumento clásico, los receptores de la liquidez deberían ser solventes y capaces de ofrecerle buenas garantías al PUI; a la vez que debería dejarse que las instituciones mal administradas fracasaran, pues la función del PUI no es "sacar de apuros" a los agentes económicos que toman malas decisiones. Por tanto, según un analista, las consignas del PUI deben ser "no, a la absorción pública de las pérdidas privadas debidas a una gestión defectuosa", "no, a la subvención de riesgos", y "no, al rescate de decisiones crediticias desatinadas y erróneas".²³

En contraste con esta noción clásica del PUI hay otra concepción que es al menos parcialmente de espíritu keynesiano. Como ha señalado Kindleberger, no resulta convincente sostener que el PUI deba otorgar liquidez sólo a los prestatarios estables que ofrecen garantías. Primero, es obvio que es bastante difícil distinguir entre buenos y malos

¹⁹ Tal vez el proponente más agresivo ha sido Schumpeter, *op. cit.*

²⁰ Las depresiones más prolongadas consecutivas a un colapso financiero han durado una década o más. Véase Kindleberger, *op. cit.*

²¹ *Ibid.*, y Michael Bernstein, *The Great Depression*, Cambridge, Cambridge University Press, 1987, p. 30.

²² Véase Thomas Humphrey y Robert Keleher, "The lender of last resort: A historical perspective", *The Cato Journal*, vol. 4, Nº 1, primavera/verano boreal de 1984, pp. 282 a 289.

²³ *Ibid.*, p. 306.

prestatarios o acreedores en medio de una crisis. Lo que es más importante, la noción clásica de un PUI es analíticamente inconveniente porque confunde un problema de equilibrio general con uno de equilibrio parcial. En efecto, en una crisis financiera la estabilidad es una función de la rapidez con que el PUI responde con liquidez para las unidades económicas problema. Además, en una crisis sistémica severa, suele ser necesario rescatar a "los pecadores con los justos" porque las externalidades entrelazan íntimamente sus destinos.²⁴ Este enfoque pragmático suele encauzar la política pública cuando surge una amenaza financiera con dimensiones sistémicas en las economías nacionales.

1. Las respuestas nacionales a los problemas financieros sistémicos

En la práctica, se vera de hecho que los rescates del sistema económico por el sector público son frecuentes y que las modalidades de acción no se conforman rígidamente a una escuela de pensamiento determinada. Resulta indudable que en algunas ocasiones ha predominado la noción clásica del PUI, en que se presta atención a la provisión de liquidez general y no a los aprietos de un prestatario o acreedor individual. En estos casos el banco central le ha proporcionado directamente liquidez al sistema, o bien en forma indirecta al ejercer presión moral sobre los bancos comerciales del sistema para que presten "libremente" en medio de una crisis. Un ejemplo reciente de esta última estrategia se dio en los Estados Unidos durante el gran colapso del mercado bursátil de octubre de 1987. En efecto, la Reserva Federal "instó" a los bancos a que otorgaran empréstitos a su clientela de las entidades bursátiles a fin de evitar la iliquidez; la respuesta de los bancos de la ciudad de Nueva York fue aumentar sus empréstitos de

16 700 millones de dólares a 24 400 millones de dólares en el lapso de dos semanas; lo que representó un extraordinario aumento del crédito ascendente a 46%. Se dice que, sólo el Citibank habría aumentado sus empréstitos durante dicho período de un monto que oscilaba entre 200 a 400 millones de dólares a 1 400 millones de dólares.²⁵ Asimismo, interesa señalar que el carácter de mercado privado de un rescate PUI de este tipo es más aparente que real; en el fondo el riesgo es público porque es el banco central el que garantiza entre bastidores la solvencia del sistema bancario.

Pero a menudo también las operaciones de rescate han ido más allá del enfoque clásico y han involucrado el socorro público, que es de índole más directa y explícita, encaminado a ayudar a unidades económicas específicas que son decididamente insolventes, pero cuya falla tendría repercusiones sistémicas negativas. En efecto, las repercusiones sistémicas del problema contribuyen a que exista una renuencia a resolverlo como una cuestión meramente "privada" entre el deudor y el acreedor en los tribunales de quiebras, donde la suerte que aguarda al deudor es muy incierta.²⁶ Por lo tanto, el sector público interviene directamente en el mercado; la solución del problema es el resultado de negociaciones tripartitas entre el deudor, sus acreedores y el gobierno, lo que permite elaborar un plan de rescate y repartir los costos entre las partes. En el cuadro 4 se presentan algunos de los rescates directos más conocidos efectuados por el sector público registrados en los últimos años en las economías de la OCDE.

El carácter de estos rescates efectuados por el sector público es extremadamente complejo y presenta una amplia gama de técnicas.²⁷ No obstante, comparten también algunas características comunes. En primer lugar, la unidad que iba a rescatarse se consideraba tan

²⁴ Charles Kindleberger, *The International Economic Order*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1988, p. 203.

²⁵ Andrew Brimmer, "Distinguished lecture on economics in government: central banking and systemic risks in capital markets", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, N° 2, primavera boreal de 1989, p. 15.

²⁶ La mayoría de los países no aceptan un colapso provocado "exclusivamente" por el mercado pues las declaraciones de quiebra están sujetas a un procedimiento jurídico especial que está destinado a ocuparse de este problema comercial específico. Sin embargo, el paso por los tribunales de quiebra es muy difícil e incierto, como ocurre en los Estados Unidos donde sólo una de ocho empresas logra reorganizarse con éxito. Véase Thomas Jackson, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1986 y Laurie Cohen, "Pulling a company through Chapter 11 is risky business as hurdles abound", *Wall Street Journal*, 16 de enero de 1989.

²⁷ Para detalles precisos sobre las operaciones de rescate, véanse las referencias citadas en el cuadro 4.

Cuadro 4

**PRINCIPALES OPERACIONES DE RESCATE EFECTUADAS POR EL SECTOR PUBLICO
EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS**

Nombre de la empresa (fecha)	Actividad	Origen de la crisis financiera	Dimensión sistémica	Costo del plan de rescate	Participación del sector público en el riesgo/costo
1) Lockheed Corp., Estados Unidos (1971)	Industria aeroespacial	Costo subestimado de reingreso al mercado comercial de aviones a reacción y la quiebra del proveedor de motores de la firma para un avión de diseño reciente ¹	La quiebra costaría 60 000 empleos y una pérdida del PNB que oscilaría entre 120 y 475 millones de dólares, gran parte de ella concentrada en el Estado de California ²	750 millones de dólares ³	33% ⁴
2) British-Leyland, Reino Unido (1974)	Fabricación de vehículos ⁵	Inversión de capital inadecuada, malas relaciones entre los trabajadores y la gerencia de la empresa, e ineficiencia en la organización de la producción ⁶	211 000 trabajadores empleados directamente en 70 plantas en Inglaterra; último fabricante nacional de automóviles superviviente; e importante para la economía nacional ⁷	6 200 millones de dólares	50% ⁸
3) Conrail, Estados Unidos (1974-1981) ⁹	Transporte ferroviario	Competencia \times del transporte por carretera, costos laborales y tarifas reguladas ¹⁰	La liquidación crearía un desempleo en gran escala, paralizaría el transporte y desestabilizaría el mercado de efectos comerciales ¹¹	7 000 millones de dólares ¹²	100% ¹³
4) Ciudad de Nueva York, Estados Unidos (1975) (1978)	Administración municipal ¹⁴	Expansión del gasto público sin un crecimiento equivalente de la recaudación tributaria ¹⁵	El incumplimiento por parte de la ciudad habría interrumpido servicios públicos vitales, elevado el desempleo regional, desestabilizado los mercados de bonos municipales, creado "enormes" pérdidas para 200 a 300 bancos y amenazado la estabilidad de los sistemas monetarios estado-unidense y mundial ¹⁶	13 000 millones de dólares ¹⁷	52% ¹⁹
5) Chrysler Corp., Estados Unidos (1980)	Producción de automóviles ²¹	Costos unitarios elevados y malas decisiones de comercialización ²²	Efectos de la quiebra sobre la producción y el empleo en el Medio Oeste ²³	4 500 millones de dólares ¹⁸	100% ²⁰
6) AEG Telefunken A.G., Alemania (1982)	Fabricación de artículos electrónicos ²⁶	Costos unitarios elevados y malas decisiones de comercialización ²²	Efectos de la quiebra sobre la producción y el empleo en el Medio Oeste ²³	3 500 millones de dólares ²⁴	50% ²⁵
		Competencia extranjera, deuda excesiva por adquisiciones, e integración incoherente de nuevas adquisiciones ²⁷	Más de 60 000 empleos sólo en Alemania ²⁸	800 millones de dólares	50% ²⁹

Cuadro 4 (continuación)

Nombre de la empresa (fecha)	Actividad	Origen de la crisis financiera	Dimensión sistémica	Costo del plan de rescate	Participación del sector público en el riesgo/costo
7) Continental Illinois, Estados Unidos (1984, mayo)	Operaciones bancarias ³⁰	Malas decisiones en materia de concesión de préstamos y una base volátil de depósitos a corto plazo ³¹	Banco establecido en las principales plazas financieras cuyo cierre habría tenido "consecuencias catastróficas" para otros bancos y para la economía estado-unidense ³²	7 500 millones de dólares ³³	20%
(1984, julio)				20 000 millones de dólares ³⁴	35%
(1984, julio)				4 800 millones de dólares ³⁵	95%
8) 700 asociaciones de ahorro y préstamo, Estados Unidos, 1989	Instituciones depositarias de ahorros financieros ³⁶	Malas decisiones crediticias, fraude y supervisión bancaria deficiente ³⁷	Estabilidad del sistema financiero estado-unidense	136 000 millones de dólares ³⁸	68% ⁴⁰
				188 000 millones de dólares ³⁹	85% ⁴¹

1. General Accounting Office of the United States (GAO), "Guidelines for Rescuing Large Failing Firms and Municipalities", Washington, D.C., 29 de marzo de 1989, p. 11.
2. *Ibid.*, p. 12.
3. *Ibid.*
4. El total del plan de financiamiento de emergencia consistió en 250 millones de dólares en garantías de préstamo por parte del Gobierno Federal, 400 millones de dólares de reestructuraciones de la deuda con los bancos y 100 millones de dólares de prepagos de adquisiciones de aviones. *Ibid.*
5. El único fabricante de automóviles de Inglaterra, con 33% del mercado local de automóviles y más de 200 000 trabajadores. Robert Reich, "Bailout: A Comparative Study in Law and Industrial Structure", *Yale Journal on Regulation*, vol. 2, No. 2, 1985, p. 170.
6. *Ibid.*, p. 171.
7. *Ibid.*, y Terry Golards, "Britain Planning Leyland Rescue". *New York Times*, 25 de abril de 1975, p. 45.
8. El plan del gobierno involucró el financiamiento público de la mitad de los 6 200 millones de dólares que se gastarían en siete años.
9. Creada en 1984 para fusionar ocho ferrocarriles en bancarrota o casi en bancarrota.
10. GAO, *op.cit.*, p. 7.
11. *Ibid.*
12. *Ibid.*
13. Apoyo del Gobierno Federal en la forma de garantías de préstamos y donaciones. No se toma en cuenta ningún financiamiento que pueda haber derivado indirectamente de pérdidas asumidas por acreedores en procesos de quiebra. *Ibid.*
14. La ciudad más grande del país tenía el presupuesto público más grande de todos los gobiernos estatales y locales de Estados Unidos; asimismo, era el prestatario más importante exento de impuestos. La deuda de la ciudad ascendía a un total de 6 500 millones de dólares en 1976. Véase Municipal Assistance Corporation, *Annual Report 1976*, Nueva York, p. 4.
15. GAO, *op.cit.*, p. 13.
16. *Ibid.*, pp. 13 y 14.
17. Cuando la ciudad llegó al borde del incumplimiento en 1975 el Estado de Nueva York formó la Municipal Assistance Corporation (MAC) para que vendiera bonos y efectos comerciales en representación de la ciudad, bonos que estaban garantizados por la recaudación tributaria del Estado. Además, la MAC negoció con los prestamistas privados para reestructurar las deudas a tasas de interés reducidas y para que le prestaran dinero nuevo a la ciudad. La condición para otorgar este alivio fue la reforma de políticas y gastos en la ciudad.

Cuadro 4 (conclusión)

18. Plan cuatrienal.
19. El apoyo público entrañó un acuerdo con el Gobierno Federal para el otorgamiento de hasta 2 300 millones de dólares de préstamos directos de corto plazo cada año entre 1976 y 1978 y de 4 400 millones de dólares en bonos vendidos por la MAC y garantizados con la recaudación tributaria del Estado de Nueva York. El apoyo del financiamiento privado iba a provenir de la moratoria parcial del servicio de la deuda, la reestructuración de la misma, tasas de interés reducidas y nuevos impuestos. Véase MAC (1976), *op.cit.*, pp. 15 y 16.
20. El Gobierno Federal ofreció hasta 1 650 millones de dólares en garantías federales de largo plazo. El resto de los fondos los a llegaría la MAC. Aunque la MAC era una empresa, independiente del Estado de Nueva York, era sin embargo una entidad de dicho Estado y su credibilidad derivaba del respaldo estadual y de la recaudación tributaria estadual que se le había asignado. MAC, *Annual Report 1978*, pp. 8 y 9.
21. En 1978, la Chrysler ocupaba el decimo lugar entre las empresas industriales más grandes de Estados Unidos y era el tercer productor más grande de automóviles. Sus activos eran de 7 000 millones de dólares y la deuda pendiente ascendía a un total de casi 5 000 millones de dólares. La Chrysler empleaba directamente a 135 000 trabajadores, pero incluyendo sus proveedores, se estimaba que los efectos totales sobre el empleo abarcaban a unos 500 000 a 700 000 trabajadores. Véase Reginald Stuart, *Bailout*, South Bend, Indiana, And Books, 1980, pp. 10 a 13 y 115 a 116.
22. GAO, *op.cit.*, p. 15.
23. *Ibid.*
24. Stuart, *op.cit.*, p. 142.
25. El apoyo del Gobierno Federal revistió la forma de garantías de préstamo por 1 500 millones de dólares, mientras que los gobiernos locales tenían que aportar 250 millones de dólares en fondos. Los 1 750 millones de dólares restantes iban a provenir de concesiones otorgadas por los trabajadores, los acreedores privados y los proveedores. En particular, los bancos privados tuvieron que prestar 550 millones de dólares en nuevos créditos y hacer concesiones por 100 millones de dólares sobre los préstamos existentes. Los trabajadores tuvieron que hacer concesiones salariales equivalentes a 600 millones de dólares. Otros fondos provinieron de los proveedores y de la venta de activos. Si la Chrysler caía en quiebra el Gobierno de los Estados Unidos tenía derecho prioritario sobre los activos. Véase Stuart, *op.cit.*, p. 150 y GAO, *op.cit.*, p. 16.
26. El segundo fabricante más grande de Alemania que contribuía al 1% del PNB de ese país, Reich, *op.cit.*, p. 166.
27. La deuda acumulada a fines de 1982 era de 3 200 millones de dólares.
28. *Ibid.*, p. 170.
29. Garantías gubernamentales federales y estatales por la mitad de los 800 millones de dólares de nuevos préstamos bancarios. Además, había un monto no revelado de préstamos subsidiados de gobiernos estatales. Antes de que se aprobara el plan de financiamiento, parte de la deuda se anuló en un plan de reorganización elaborado conforme a los procedimientos de quiebra parcial conocido en Alemania como "Vergleich". *Ibid.*, 168-169. Antes de que el gobierno respaldara el rescate, hubo una operación de socorro patrocinada por los acreedores privados de AEG Telefunken en 1981. Sin embargo, el plan de los acreedores fue insuficiente y no logró detener las pérdidas de la empresa.
30. El séptimo banco más grande de los Estados Unidos. James McCollom, *The Continental Affair*, Nueva York, Dodd, Mead & Co., 1987, p. 6.
31. *Ibid.*, p. 316.
32. U.S. Congress, House of Representatives, "Continental Illinois National Bank: Reprint of an Inquiry into its Federal Supervision and Assistance", Washington, D.C., julio de 1985.
33. Un plan de rescate que entrañaba una línea de crédito de 5 500 millones de dólares más un préstamo de 500 millones de dólares como capital, sumas que provenían en su totalidad de 28 grandes bancos privados estadounidenses, y un préstamo por 1 500 millones de dólares de la U.S. Federal Deposit Insurance Corporation para destinarlo a capital. *Ibid.*, p. 143.
34. Total de la liquidez de emergencia suministrada al banco para cubrir una corrida de depósitos ascendente a 20 000 millones de dólares. Los préstamos consistieron en 5 000 millones de dólares de la Reserva Federal de Estados Unidos, 2 000 millones de dólares de la U.S. Federal Deposit Insurance Corporation, 4 000 millones de dólares de los bancos estadounidenses y 5 000 millones de dólares de ventas de activos.
35. El plan final de rescate por 4 750 millones de dólares en que el gobierno estadounidense tomó el control del banco e invirtió 4 500 millones de dólares de dinero público. *Ibid.*, p. 355.
36. Asociaciones de ahorro y préstamo insolventes o muy improductivas distribuidas a lo largo y a lo ancho de los Estados Unidos con activos ascendentes a 365 000 millones de dólares a fines de 1988. R. Dan Brumbaugh, Andrew Carron y Robert Liton, "Cleaning Up the Depository Institutions Mess", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 1989, p. 368.
37. "Failed Thrifts", exposición de Frederick Wolf, Asistente del Contador General de los Estados Unidos, ante la Cámara de Representantes, Subcomité de Justicia Criminal, Washington, D.C., 22 de marzo de 1989.
38. El plan de rescate del gobierno estadounidense. Véase R. Dan Brumbaugh *et al.*, *op.cit.*, cuadro 12.
39. Escenario alternativo si las tasas internas de interés son más elevadas, el crecimiento de los depósitos de las asociaciones de ahorro y préstamo es menor y las pérdidas son mayores que las estimadas por el Gobierno de Estados Unidos. *Ibid.*
40. *Ibid.*
41. *Ibid.*

importante desde el punto de vista económico y/o político para el sistema nacional, o para una región geográfica, que se estimaba inapropiado dejar que se colapsara por obra de las fuerzas del mercado. En otras palabras, se pensaba que las repercusiones de un colapso inducido por el mercado sobre la producción, el empleo, la estabilidad financiera o los intereses estratégicos nacionales eran tan adversas para el sistema económico que justificaban la socialización organizada del problema mediante un rescate público manifiesto. En efecto, se estimaba que valía más para la sociedad contar con una unidad económica viva que muerta y se le pedía al contribuyente que financiara su resucitación.²⁸

Otro argumento que se utilizaba para justificar el rescate gubernamental era que los costos de la intervención pública integral serían menores que los costos públicos probables que surgirían en definitiva si se permitía que los problemas de la unidad económica se tornaran virulentos. Esos costos podrían comprender el seguro de desempleo pagado a los trabajadores que perdieran sus trabajos, la necesidad de mantener la liquidez a un sistema financiero agobiado, la menor recaudación tributaria por concepto de la producción primaria y secundaria de la unidad, y en algunos casos, incluso las interrupciones del suministro de bienes y servicios de importancia decisiva que antes los proveía la unidad problema.²⁹ Como las entidades económicas importantes son también unidades sociales nacionales o regionales de importancia, podrían haber, como es natural, costos políticos adicionales si se permitiera que la entidad problema fracasara.

En segundo lugar, casi siempre la intervención pública integral se ha producido tras los fracasos reiterados para encontrar soluciones de mercado privado para la unidad problema.³⁰ La iniciativa de mercado solía estar dirigida por los principales acreedores comerciales de la unidad (o en el caso del sector financiero, sus reguladores públicos); sin embargo, el alivio proporcionado por los participantes del mercado tendía a ser fragmentario e insuficiente para satisfacer las necesidades de liquidez y de reestructuración eficiente. En consecuencia, la crisis de la unidad problema se agudizaba. Frente al deterioro persistente, el mercado privado retiraba por completo su apoyo, lo que forzaba la decisión —a menudo polémica en lo político— de socializar en forma explícita el problema mediante el rescate público directo de la unidad problema.

En tercer lugar, como la intervención pública se materializaba después que el mercado privado había mostrado aversión por la unidad problema, el sector público tenía que asumir una proporción muy grande del riesgo involucrado en el plan financiero para reestructurarla. En el cuadro 4 se observa que el compromiso potencial del sector público en los rescates directos solía oscilar entre 50 y 100% del plan total de financiamiento destinado a rescatar la unidad problema.³¹

En cuarto lugar, a cambio del rescate público se les exigieron sacrificios tanto a acreedores como a deudores. Los deudores tenían que reestructurarse; esto involucraba la reducción de los sueldos y salarios reales, la reducción de la fuerza de trabajo, la venta de

²⁸ En algunos casos, como el de la municipalidad de Nueva York, la unidad económica en principio no podía liquidarse. Esta situación se asemeja a la de un país en desarrollo soberano.

²⁹ Este último costo era más obvio en el caso de la ciudad de Nueva York, pero también podría aplicarse a las empresas Chrysler y Lockheed que eran contratistas importantes en la industria estadounidense de la defensa.

³⁰ Hay excepciones; por ejemplo, el rescate con todo éxito del productor de autos japonés Toyo Kogyo a mediados de los setenta fue una operación enteramente privada. Sin embargo, Reich atribuye el éxito de los rescates del sector privado a situaciones en que o bien la costumbre o bien la íntima vinculación de la propiedad contribuye a una tradición de cooperación entre la gerencia de la empresa, los trabajadores y los bancos. Véase Robert Reich, "A comparative study in law and industrial structure", *Yale Journal on Regulation*, vol. 2, N° 2, 1985, p. 222.

³¹ Nótese que los costos públicos que figuran en la última columna del cuadro 4 son sólo los costos potenciales de un plan financiero específico. Además, a veces la inversión del gobierno en la operación de rescate estaba respaldada por garantías o por la condición de acreedor preferencial, lo que en principio hacía que el riesgo fuera inferior al de los compromisos nominales. No obstante, como lo ha señalado la Oficina General de Contabilidad de Estados Unidos, en medio de la crisis de una unidad problema, es de hecho muy difícil valorar la garantía y la condición de acreedor preferencial, porque los activos de las empresas suelen ser tan especializados que a menudo no son muy comercializables. Véase U.S. General Accounting Office, *Guidelines for Rescuing Large Failing Firms and Municipalities*, Washington, D.C., 29 de marzo de 1989, p. 2.

activos y la vigilancia pública estrecha de las reformas de políticas en la unidad problema. A su vez, a los acreedores se les pidió que hicieran grandes concesiones lo que inevitablemente disminuyó las utilidades y significó pérdidas. Por ejemplo, a cambio de los préstamos públicos o con aval del Estado, lo característico era que los acreedores tuvieran que reestructurar la deuda pendiente, disminuir las tasas de interés y anular parte de las obligaciones existentes.³² Sin embargo, obtener concesiones de los acreedores, los empresarios y la fuerza de trabajo no fue tarea fácil, y a menudo los gobiernos estatales y federales tuvieron que ejercer una presión directa.

Por último, la mayoría de las operaciones públicas de rescate lograban restablecer, dentro de un lapso razonable, la solvencia de la unidad problema. Más aún, tal vez las reformas necesarias para salvar la unidad no habrían surgido sin la intervención integral del sector público. En efecto, las operaciones de rescate le daban tiempo a la entidad problema para llevar a cabo un ajuste y una reestructuración tal vez más eficiente en lo social que si la unidad se hubiera dejado librada a su suerte para que fracasara y liberara así de súbito todos sus recursos a un mercado privado conmocionado. Incluso, algunas de las operaciones públicas de rescate tuvieron tanto éxito que en realidad crearon rentabilidades positivas para las inversiones del sector público. El caso más celebrado es el de la Chrysler Corporation, que en el curso de tres años pasó de ser una empresa en vías de colapso a convertirse en un competidor dinámico que recobró su solvencia y le rindió grandes utilidades al gobierno estadounidense.³³ En general, durante las operaciones públicas de rescate la velocidad con que la unidad problema era capaz de cambiar de rumbo dependía de la generosidad del financiamiento inicial y de la seriedad de las reformas de políticas; o sea, el

financiamiento público escaso y/o la presión inadecuada en pro de reformas de políticas solía prolongar el problema y elevar en definitiva los costos públicos.³⁴

En suma, en el plano nacional las operaciones públicas de rescate y el uso del dinero de los contribuyentes para resolver una crisis financiera de dimensiones sistémicas no son acontecimientos inusitados. Además, en este contexto la ayuda pública está diseñada y ajustada explícitamente para ocuparse de las dificultades concretas de la unidad problema. Pero la ayuda del gobierno no se otorga sin pedir sacrificios ya que a todas las partes se les exigen reformas en aras de recuperar la salud del sistema. En vista de la aversión manifestada por los mercados de crédito privados y la envergadura misma del problema, el gobierno ha tenido que asumir invariablemente la responsabilidad por el grueso del plan financiero destinado a reestructurar la unidad problema.

Es evidente que tales operaciones públicas de rescate han ido en contra de ciertos conceptos liberales tradicionales sobre la eficiencia del mercado y, en consecuencia, a menudo eran polémicos. Por cierto, que siempre cabe la posibilidad de que una estrategia de mercado, prescindente, hubiera sido un medio más eficiente de tratar la crisis. Pero cuando se trata de unidades económicas que poseen dimensiones sistémicas, las incertidumbres de un enfoque prescindente son tan considerables que los formuladores de políticas rara vez han estado dispuestos a asumir los riesgos económicos y políticos de tal decisión. Por ende, hasta que no se presente una proposición más plausible, el rescate público de los deudores problema, en circunstancias de crisis sistémica, puede ser una buena política económica. De hecho, se recuerda que dichas operaciones han restituido a menudo la solvencia de la entidad problema.

³² A título ilustrativo, en el caso de la Chrysler los bancos accedieron a convertir en capital un tercio de la deuda pendiente de la empresa y a rebajar otro tercio. Véase Reich, *op. cit.*

³³ U.S. General Accounting Office, *op. cit.*

³⁴ En ningún caso resulta esto tan evidente como en el manejo estadounidense de la crisis del sistema de ahorro y préstamo. Entre 1980 y 1986, las tentativas de minimizar la participación del sector público en el creciente problema del sistema de ahorro y préstamo, junto con la renuencia a introducir reformas de políticas, condujeron simplemente a que la crisis del sistema se agudizara y se elevaran los costos de la operación directa de rescate por el sector público. Véase R. Dan Brumbaugh, Andrew Carrion y Richard Litan, "Cleaning up the depository institutions mess", *Brookings Papers on Economic Activity*, Nº 1, 1989, pp. 244 a 250.

2. La respuesta internacional a la crisis latinoamericana

La crisis que surgió en América Latina y el Caribe en 1982 fue un problema sistémico en toda la extensión de la palabra. La disciplina del mercado se quebró en los años setenta, pues tanto los prestatarios como los acreedores, se extendieron demasiado. Los acontecimientos adversos modificaron las expectativas e interrumpieron la refinanciación de los créditos que había mantenido el sistema a flote. Casi todos los países de la región cayeron en incumplimiento *de facto* en 1982/1983. En vista del gran volumen de compromisos crediticios en la región de cientos de bancos comerciales, la transición del incumplimiento *de facto* al incumplimiento *de jure* habría generado pérdidas sin precedentes para los bancos comerciales del mundo y una erosión devastadora de su capital. El colapso clásico de los mercados financieros mundiales y de la actividad económica era claramente el resultado probable de esta delicada situación.³⁵

Sin embargo, se evitó un colapso de proporciones globales debido al despliegue eficaz de un mecanismo internacional de préstamos de última instancia (MIPUI). En contraste con los mercados internos, en que el PUI tiene un lugar bien definido en la gestión económica, el MIPUI es un instrumento relativamente nuevo y rudimentario de la cooperación económica de posguerra.

El MIPUI no tiene una definición precisa.³⁶ Sin embargo, la práctica sugiere que es una alianza informal, descentralizada tomada por los gobiernos del Grupo de los Siete, algunos de sus grandes bancos comerciales y los principales prestamistas multilaterales, en especial el FMI. Como el MIPUI es descentralizado, existe un toma y daca continuo e importante entre sus diversos componentes, en que cada uno posee el grado suficiente de libertad como para incidir notoriamente en el manejo de la crisis. Empero, el eje de movimiento está situado en los gobiernos del Grupo de los Siete. Es en este sentido que el MIPUI no puede considerarse

como un mecanismo crediticio multilateral verdaderamente global; tiene mucho de nacional y está guiado en general por las decisiones que emanan de unas pocas naciones industrializadas. Además, como reflejo de su formulación *ad hoc*, el liderazgo suele delegarse en el país que posee los vínculos políticos y financieros/comerciales más estrechos con la región en crisis.³⁷ Esto explica el papel central desempeñado por el gobierno y algunos grandes bancos estadounidenses en el manejo de la crisis de la deuda de América Latina y el Caribe.

Se recuerda que los PUI nacionales tienden a poseer el objetivo sistémico dual de i) preservar la estabilidad financiera, y ii) mantener la actividad económica. Sin embargo, el examen del comportamiento del MIPUI ha sugerido un enfoque más monolítico en que la estabilidad financiera es el insumo clave para la toma de decisiones.³⁸ Esto puede atribuirse tal vez al carácter estrecho, descentralizado y de corte nacional del MIPUI, que tiende a imponerle un *modus operandi* destinado a preservar el *statu quo* entre las principales naciones acreedoras. Dada la integración tan estrecha de los mercados internacionales de capital, la estabilidad financiera es un común denominador indiscutido hacia el que todo puede converger con facilidad. Por otra parte, una fórmula ambiciosa de crecimiento económico emanada del MIPUI para un país o una zona geográfica en crisis es una estrategia potencialmente divisiva. Esto obedece a que podría significar la obtención de beneficios desproporcionados para la nación acreedora que tenga los lazos políticos y comerciales más desarrollados con el país deudor problema.

Sea como fuere, es evidente que desde 1982 el manejo internacional del problema de la deuda latinoamericana se ha encaminado sobre todo a lograr la estabilidad financiera internacional. Durante mucho tiempo el crecimiento de los países deudores ha sido cuando más una consideración marginal; y ha cobrado importancia sólo paulatinamente a medida que se ha vuelto evidente que sin

³⁵ Véase *Boletín del FMI*, Washington, D.C., 16 de enero de 1984.

³⁶ Véase Philip Wellons, *Passing the Buck*, Boston, Harvard Business School Press, 1987, capítulo 7 y Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, op. cit., pp. 182 a 226.

³⁷ Wellons, *Passing the Buck*, op. cit.

³⁸ *Ibid.*

crecimiento no existe solución para el problema.

a) *Financiamiento y ajuste*

Para lograr el objetivo dual de alcanzar la estabilidad financiera y el crecimiento económico a nivel mundial, tanto en los países acreedores como deudores, es necesario que exista una simetría entre el ajuste y el financiamiento. Se recuerda que el ajuste es necesario porque las economías deudoras han tendido a estar demasiado influidas por la deuda externa, mientras que su inserción competitiva en la economía mundial ha sido deficiente. Para que la región recobre su solvencia tiene que demostrarle a los mercados privados de crédito, entre otras cosas, que posee al menos en principio, la capacidad sostenida de producir más de lo que absorbe, es decir, aumentar el ahorro interno lo suficiente para satisfacer el servicio programado de la deuda.³⁹ La contraparte de este esfuerzo interno es el ajuste de las cuentas externas de modo que surja un excedente comercial de volumen suficiente como para transformar el ahorro interno en divisas para transferirlas a los acreedores del exterior. En este último aspecto, los países de América Latina y el Caribe han experimentado un ajuste espectacular: un déficit comercial promedio de casi 7 000 millones de dólares anuales entre 1978 y 1982 se transformó en un impresionante excedente comercial promedio de 25 000 millones de dólares anuales entre 1983 y 1987 (cuadro 5).

Los excedentes comerciales registrados desde 1983 – equivalentes a dos tercios de los pagos de intereses por concepto de la deuda – han sido el vehículo fundamental para

transferir un gran volumen de recursos al exterior, ascendente en promedio a 4% del PNB regional de los cuales 3 puntos porcentuales van a los acreedores extranjeros (cuadro 6).⁴⁰ Quizá la magnitud de esta transferencia puede apreciarse mejor si se tiene presente que es mayor que la polémica transferencia de recursos que se le impuso a Alemania después de la Primera Guerra Mundial cuando los vencedores le exigieron cuantiosas reparaciones.⁴¹

Los ajustes internos y externos necesarios para llevar cabo la transferencia de recursos son procesos complejos que tienen repercusiones sobre la producción y el empleo. No sólo tiene que haber una reducción de gastos respecto al producto, sino que el gasto interno tiene que reasignarse a bienes y servicios no comerciables, y los recursos internos asignarse a la producción de bienes comerciables. Además, cuando el grueso de la deuda externa es de cargo del sector público – como ocurre en América Latina y el Caribe – hay también un problema de transferencia interna: el gobierno tiene que aumentar los impuestos y disminuir los gastos para echar mano de los recursos internos y destinarlos a la transferencia externa.⁴²

Sin embargo, la modificación del gasto y la producción suelen ser procesos lentos debido a rigideces internas de índole estructural, política y cultural. La modificación de la política tributaria y de gastos puede ser también un proceso muy difícil y prolongado. Dadas estas rigideces inherentes, todo esfuerzo por generar una transferencia externa súbita y masiva de recursos dependerá con mucha probabilidad y en forma desproporcionada de la compresión del gasto interno – con la caída

³⁹ Debe destacarse que los acreedores sólo buscan la capacidad sostenida de hacer transferencias; es decir, una vez que los acreedores perciben que esta capacidad sostenida existe realmente, en principio estarían dispuestos a reanudar el otorgamiento de préstamos al prestatario. Por lo tanto, lo paradójico es que la capacidad de efectuar la transferencia sostenida establece las condiciones en que ya no es necesario efectuarla.

⁴⁰ Como se indica en el cuadro 6, el resto – equivalente a un 1% del PIB – dejó la región principalmente en forma de fuga de capitales.

⁴¹ Véase Andrés Bianchi, Robert Devlin y Joseph Ramos, "El proceso de ajuste en la América Latina", *El Trimestre Económico*, vol. LIV, N° 216, octubre-diciembre de 1987, pp. 890 a 891.

⁴² Para un análisis más completo de los problemas de transferencia internos y externos, véase CEPAL, *Hacia un desarrollo sostenido en América Latina y el Caribe: restricciones y requisitos* (LC/G.1540-P), serie Cuadernos de la CEPAL, N° 61, Santiago de Chile, 1989, pp. 46 a 50. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.3. Véase asimismo CEPAL, *Crisis económica y políticas de ajuste, estabilización y crecimiento* (LC/G.1408/Rev.2), serie Cuadernos de la CEPAL, N° 54, Santiago de Chile, 1986. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.86.II.G.12; *Políticas de ajuste...*, op. cit., y Ricardo Ffrench-Davis y Sergio Molina, "Perspectivas del crédito bancario a los países en desarrollo en el resto del decenio de 1980", *El problema de la deuda. Aspectos agudos y crónicos*, Revista de la Planificación del Desarrollo, N° 16 (ST/ESA/154), Nueva York, 1985. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.

Cuadro 5
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: RELACION ENTRE EL SUPERAVIT COMERCIAL
Y LOS PAGOS DE INTERESES ^a
(Promedios anuales)

	1978- 1982	1983- 1987
Miles de millones de dólares		
1) Balance comercial ^b	-6.6	25.6
2) Intereses devengados por concepto de la deuda externa	25.1	38.6
Proporciones		
3) (1):(2)	-0.26	0.66

Fuente: CEPAL.

^a Excluye al Caribe anglohablante y Panamá.

^b Bienes y servicios.

Cuadro 6
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS
EXPRESADA COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO ^a
(Promedios anuales)

	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Transacciones crediticias	0.3	1.3	2.3	1.4	-3.0
Inversión extranjera directa	-0.9	-0.4	0.1	0.5	-0.1
Transferencias unilaterales	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Otros ^b	-0.1	0.3	0.1	-2.0	-1.1
Total	-0.5	1.3	2.5	0.0	-4.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales.

^a Excluye al Caribe anglohablante.

^b Incluye errores y omisiones del balance de pagos, y los movimientos de capitales de corto plazo del sector privado no bancario, partida que suele utilizarse como representativa de la fuga de capitales.

consiguiente de la producción y el empleo – y de los déficit fiscales monetizados – con las presiones inflacionarias consiguientes. Además, este ajuste recesivo con inflación serviría de poco para restablecer la solvencia; si la transferencia externa de recursos induce niveles deprimidos de producción interna y severas presiones inflacionarias en la economía deudora, entonces es evidente que ésta no es sostenible, y los acreedores privados lo saben. Por ende, los acreedores recibirán con agrado cualquier recurso que se otorgue para servir la deuda, pero es muy difícil que se reanuden los préstamos voluntarios.

Para que el ajuste externo se lleve a cabo con eficiencia, es decir, sin pérdidas en la producción potencial y con precios estables, el país tiene que recibir mientras tanto un financiamiento compensatorio adecuado hasta que se consolide la reasignación interna de recursos inducida por las políticas. A medida que crezca la capacidad de "producir" un excedente comercial estructural, el financiamiento puede reducirse poco a poco y la transferencia se efectúa de manera expedita. Además, si los acreedores privados observan que los recursos pueden transferirse simultáneamente con crecimiento y estabilidad de precios, estarán más dispuestos a creer que el proceso es sustentable, lo que a su vez modificará su percepción de la solvencia de modo que de mantenerse la situación habría al menos la posibilidad de que se reanuden los préstamos voluntarios en los mercados de capital.

b) *El MIPUI en la práctica*

Desde los albores de la crisis se ha reconocido oficialmente la importancia que reviste el financiamiento adecuado para que un proceso de ajuste tenga éxito.⁴³ No obstante, el MIPUI ha sido bastante ineficaz para movilizar los recursos necesarios para garantizar el objetivo dual de la estabilidad financiera global y del verdadero crecimiento global (es decir, un crecimiento en que participen los países deudores). En efecto, el instrumento primordial para alcanzar la estabilidad financiera mundial no ha sido el financiamiento como tal, sino más bien la

presión que se ha ejercido sobre los deudores para obtener una gran transferencia externa de recursos destinada a los acreedores. En otras palabras, el financiamiento ha sido simplemente una mera cantidad residual que ha cubierto la diferencia entre los recursos que podían extraerse de los países deudores para transferirlos a los acreedores y el monto que había que pagarles para evitar los incumplimientos declarados y las pérdidas desestabilizantes en el sistema financiero internacional. Como el financiamiento se consideraba un instrumento de política residual del MIPUI, así también el crecimiento en los países deudores tenía que necesariamente pasar a ser un objetivo de política residual, por las razones técnicas ya anotadas. Por tanto, después de ocho años de manejo internacional de la crisis latinoamericana, no es de extrañar en absoluto que los resultados hayan sido muy sesgados a favor de los países acreedores.

En los países industrializados, los bancos comerciales han experimentado un notable "ajuste con crecimiento" de su cartera latinoamericana de préstamos problemáticos. A título ilustrativo, gracias al tiempo ganado por la estrategia internacional de manejo de la deuda, los bancos estadounidenses han aumentado notablemente su capital y han reducido sus compromisos absolutos en los países deudores (gráficos 3 y 4). En consecuencia, sus compromisos en América Latina, expresados como porcentaje del capital primario, han disminuido de 124% en junio de 1982 a 39% en septiembre de 1989 (gráfico 5 y cuadro 7). Además, los bancos comerciales cuentan generalmente con reservas considerables para pérdidas por préstamos. En 1989, los bancos europeos tenían reservas que fluctuaban entre 50 y 80% de sus compromisos en los países en desarrollo, mientras que los bancos estadounidenses establecidos en las principales plazas financieras tenían reservas con respecto a sus compromisos que oscilaban entre 30 y 70%. Las reservas para pérdidas por préstamos de los bancos japoneses eran relativamente bajas, con una tasa uniforme de 15%, pero se programa aumentarlas a 25% para marzo de 1990. Además, sus reservas se ven compensadas en gran medida por "reservas

⁴³ Véase "El Director Gerente aclara las políticas del Fondo relativas al ajuste y el financiamiento", *Boletín del FMI*, Washington, D.C., 16 de enero de 1984.

Cuadro 7

**COMPROMISOS DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES EN AMERICA LATINA
EXPRESADOS COMO PORCENTAJE DE SU CAPITAL PRIMARIO**

	Junio 1982			Diciembre 1982			Diciembre 1983		
	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total
América Latina	179.8	85.3	124.0	175.2	78.2	118.0	161.7	68.4	105.4
Países exportadores de petróleo	87.0	44.2	61.7	80.7	40.8	57.2	75.8	35.6	51.6
Bolivia	0.9	0.4	0.6	0.8	0.3	0.5	0.6	0.2	0.4
Ecuador	4.6	2.3	3.3	4.0	2.2	2.9	3.6	1.8	2.5
México	50.2	29.7	38.1	45.2	26.9	34.4	43.6	24.5	32.1
Perú	4.9	2.6	3.5	4.5	2.7	3.5	4.1	2.1	2.9
Venezuela	26.4	9.2	16.2	26.2	8.7	15.9	23.9	7.1	13.7
Países no exportadores de petróleo	92.8	41.1	62.3	94.5	37.3	60.8	85.9	32.8	53.9
Argentina	20.6	8.2	13.3	19.1	7.3	12.1	18.3	6.4	11.1
Brasil	45.5	20.9	31.0	48.8	18.7	31.1	43.7	16.4	27.2
Colombia	7.7	2.5	4.6	8.9	2.6	5.2	7.6	2.5	4.5
Costa Rica	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.5	0.6
Chile	12.2	7.1	9.2	11.0	6.5	8.3	10.3	5.6	7.5
El Salvador	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
Guatemala	0.4	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
Honduras	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
Nicaragua	0.9	0.4	0.6	0.9	0.4	0.6	0.7	0.2	0.4
Paraguay	1.1	0.1	0.5	0.9	0.1	0.4	0.7	0.0	0.3
República Dominicana	1.2	0.3	0.7	1.0	0.3	0.6	0.9	0.2	0.5
Uruguay	1.6	0.7	1.1	2.2	0.7	1.3	2.4	0.6	1.3
Capital primario (en miles de millones de dólares)	27.1	39.1	66.2	29.0	41.6	70.6	31.5	47.8	79.3

Cuadro 7 (continuación)

	Diciembre 1984			Diciembre 1985			Diciembre 1986		
	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total
América Latina	145.5	58.4	93.1	123.5	45.7	76.9	109.7	39.6	67.8
Países exportadores de petróleo	65.4	29.8	44.0	54.2	23.6	35.9	46.3	20.0	30.6
Bolivia	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Ecuador	3.1	1.4	2.1	2.9	1.2	1.9	2.6	1.1	1.7
México	38.9	20.7	28.0	32.7	16.8	23.2	28.9	14.5	20.3
Perú	3.1	1.7	2.3	2.0	1.0	1.4	1.4	0.7	1.0
Venezuela	19.9	5.8	11.4	16.4	4.5	9.3	13.4	3.6	7.5
Países no exportadores de petróleo	80.1	28.6	49.1	69.3	22.1	41.1	63.3	19.6	37.2
Argentina	15.1	5.2	9.1	14.7	4.0	8.3	13.8	3.8	7.8
Brasil	44.2	15.5	26.9	37.4	12.3	22.4	34.6	10.8	20.3
Colombia	6.0	1.5	3.3	4.4	1.1	2.4	3.3	0.9	1.9
Costa Rica	0.6	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Chile	9.9	4.9	6.9	9.2	3.7	5.9	8.6	3.2	5.4
El Salvador	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Guatemala	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
Honduras	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Nicaragua	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Paraguay	0.5	0.0	0.2	0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1
República Dominicana	0.9	0.2	0.5	0.7	0.2	0.4	0.6	0.1	0.3
Uruguay	2.1	0.5	1.1	1.6	0.3	0.8	1.5	0.3	0.8
Capital primario (en miles de millones de dólares)	36.7	55.5	92.2	42.3	63.1	105.4	46.7	69.4	116.1

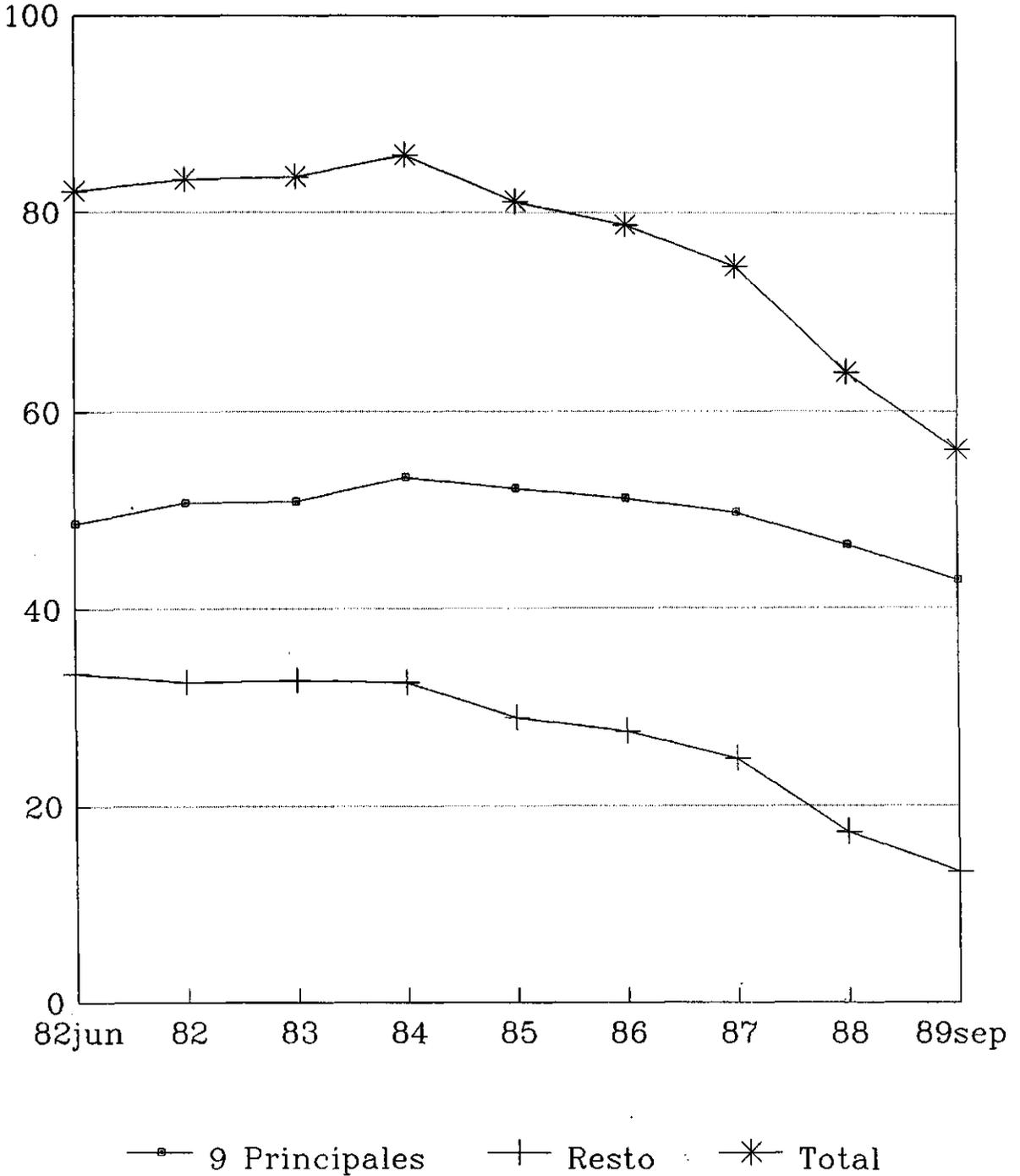
Cuadro 7 (conclusión)

	Diciembre 1987			Diciembre 1988			Septiembre 1989		
	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total	9 principales	Resto	Total
América Latina	96.6	31.8	57.6	83.3	21.8	47.1	74.9	15.3	38.9
Países exportadores de petróleo	40.2	16.0	25.7	33.4	10.6	19.9	31.1	7.1	16.6
Bolivia	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ecuador	2.2	0.8	1.4	1.7	0.5	1.0	1.5	0.3	0.8
México	26.0	11.6	17.3	21.3	7.1	13.0	20.1	4.8	10.9
Perú	0.9	0.5	0.7	0.6	0.2	0.4	0.2	0.1	0.1
Venezuela	11.0	3.1	6.2	9.7	2.8	5.6	9.7	1.8	4.8
Países no exportadores de petróleo	56.4	15.8	32.0	49.9	11.2	27.1	43.8	8.1	22.3
Argentina	13.0	3.2	7.1	11.1	2.2	5.9	8.6	1.4	4.3
Brasil	30.6	8.4	17.2	28.2	6.0	15.1	26.5	4.5	13.2
Colombia	2.7	0.9	1.6	2.6	0.8	1.5	2.0	0.6	1.1
Costa Rica	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Chile	7.6	2.5	4.5	6.1	1.6	3.4	4.9	1.1	2.6
El Salvador	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Guatemala	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Honduras	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Nicaragua	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Paraguay	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
República Dominicana	0.5	0.1	0.3	0.5	0.1	0.3	0.4	0.1	0.2
Uruguay	1.3	0.3	0.7	1.1	0.3	0.6	1.1	0.2	0.5
Capital primario (en miles de millones de dólares)	51.5	77.7	129.2	55.8	79.8	135.6	57.2	87.4	144.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de información proporcionada por el U.S. Federal Financial Institutions Examination Council, *Statistical Release*, Washington, D.C. (varios números).

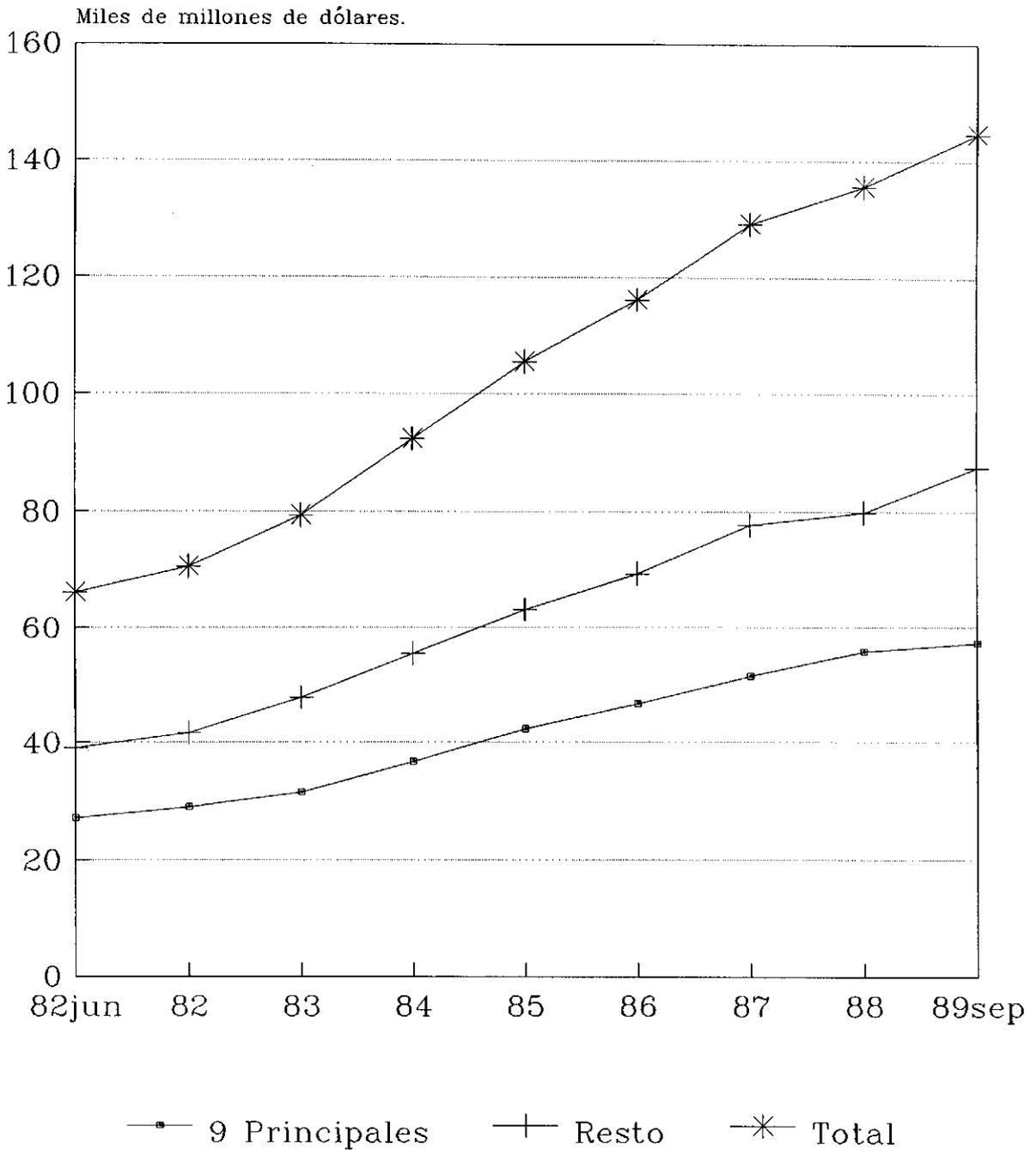
Gráfico 3
COMPROMISOS DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES
EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Miles de millones de dólares.



Fuente: U.S. Federal Financial Institutions Examination Council, Statistical Release, Washington, DC.

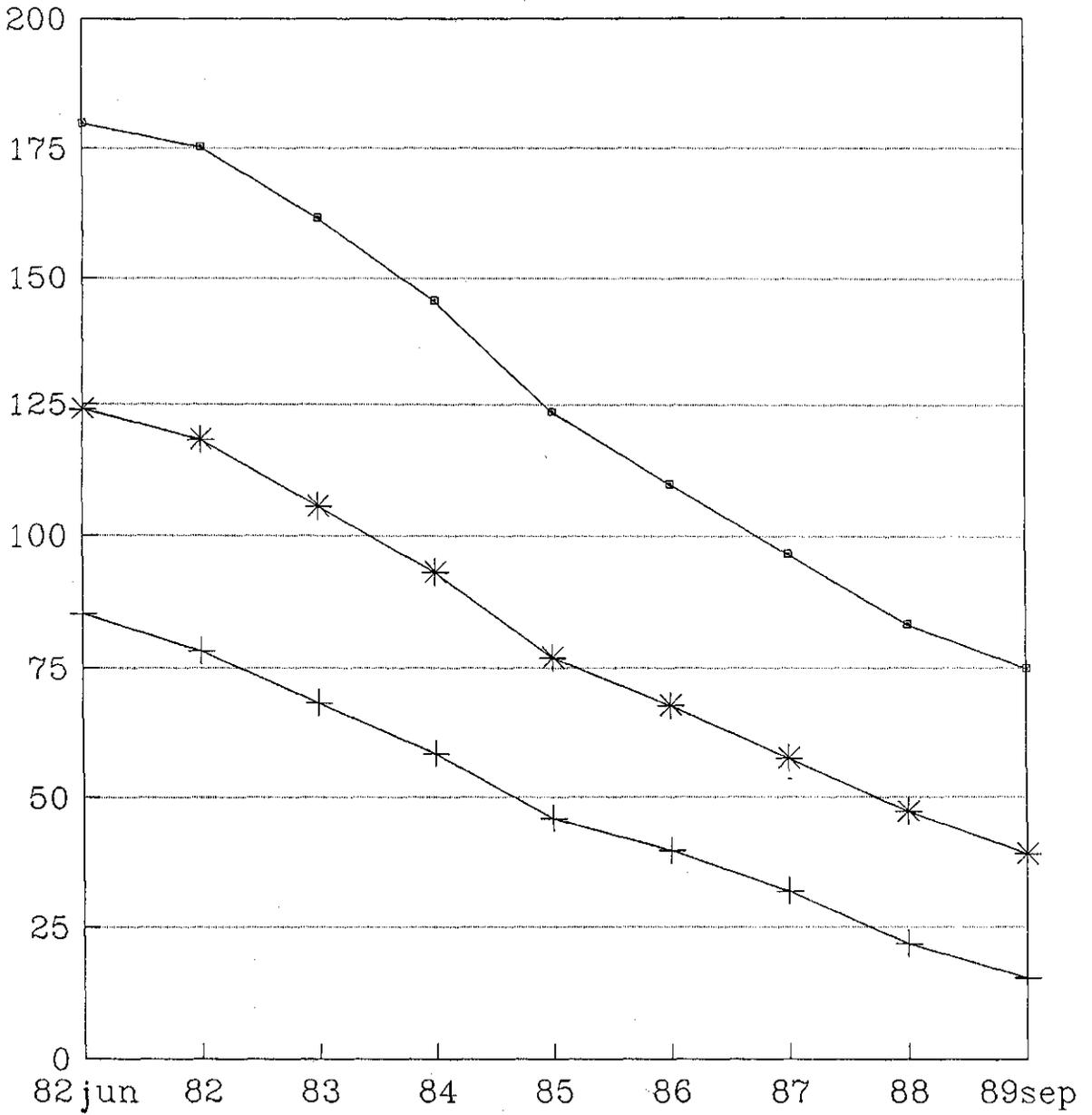
Gráfico 4
CAPITAL PRIMARIO DE LOS BANCOS
ESTADOUNIDENSES



Fuente: Idem Gráfico 3.

Gráfico 5

COMPROMISOS DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES EN AMERICA LATINA
EXPRESADOS COMO PORCENTAJE DE SU CAPITAL PRIMARIO



—□— 9 Principales —+— Resto —*— Total

Fuente: Gráficos 3 y 4.

ocultas" considerables en las carteras de activos⁴⁴ (cuadro 8).

La estabilidad financiera generada por el ajuste expedito de los bancos comerciales ha facilitado la prosperidad en los países industrializados. Tras la recesión de 1981 y 1982, sus economías han experimentado una de las expansiones más prolongadas y con baja inflación de la historia moderna. Baste saber que entre 1983 y 1989 el crecimiento del PNB por habitante de los países industrializados ha sido de un 2.9% promedio anual, mientras que el alza promedio de los precios internos ha sido de un 3.9% durante el mismo período.⁴⁵

En contraste con las economías industrializadas y sus bancos comerciales, a los países de América Latina y el Caribe les ha ido en general bastante mal, con una grave estanflación en la década de 1980. El producto por habitante de la región ha caído en cuatro de los ocho últimos años y a fines de 1989 era 8% inferior al nivel registrado en 1980. Mientras tanto, la inflación —e incluso la hiperinflación— es una plaga en la mayoría de las economías.⁴⁶

El mal desempeño de los países de la región tiene múltiples causas, tanto de naturaleza interna como externa.⁴⁷ Pero pese a las deficiencias en muchos frentes, hay un solo factor que se destaca en *todos* los casos: la falta de un flujo adecuado, sostenido y predecible de financiamiento externo, que ha impedido un proceso de ajuste socialmente eficiente. Las consecuencias sociales y políticas extremadamente negativas de este ajuste han entorpecido también la sostenibilidad misma de las políticas de ajuste, lo que contribuye a crear un círculo vicioso de programas fallidos y de políticas de avance intermitente. En efecto, en vista de la falta de un financiamiento sostenido y predecible en el que debe basarse un ajuste socialmente eficiente, es razonable suponer que los pocos países que han mostrado signos de recuperación no lo han hecho tanto

a causa de la estrategia internacional de manejo de la deuda, sino más bien pese a ella.

Es indudable que el déficit de financiamiento externo sostenido y predecible para los deudores es de responsabilidad del MIPUI. En medio de una crisis, la percepción privada del riesgo se distorsiona por la reevaluación desfasada de las carteras y el contagio; simplemente no cabe esperar que los bancos presten los montos necesarios de financiamiento. El financiamiento tiene que provenir del MIPUI, que en principio es capaz de percibir el riesgo en términos más sistémicos que privados. El financiamiento puede venir en dos formas. O bien, el MIPUI puede presionar al sistema bancario comercial para que las instituciones de crédito proporcionen el financiamiento requerido, garantizándoles implícitamente la liquidez en caso necesario. Así fue como funcionó el PUI nacional durante la gran crisis bursátil de 1987. O bien, el MIPUI puede financiar directamente a los prestatarios, ya sea garantizando en forma explícita los préstamos bancarios, u otorgando crédito por su cuenta. Se ha demostrado que este último enfoque caracteriza también a muchas de las operaciones de rescate de los PUI nacional. Interesa destacar que en cualquiera de las modalidades el riesgo del financiamiento compensatorio lo corre (en forma directa o indirecta) el mecanismo de préstamo de última instancia, es decir, el sector público.

En América Latina, el MIPUI utilizó ambas técnicas, pero se insistió en mantener el carácter privado de la estrategia de manejo. Por ende, el financiamiento bancario no garantizado fue el instrumento principal del programa de rescate oficial. La concesión de préstamos por el FMI y la reprogramación de la deuda con el Club de París eran el telón de fondo de las decisiones crediticias de los bancos. En la primera ronda de negociaciones sostenida en 1982/1983 los bancos comerciales reprogramaron instintivamente sus préstamos

⁴⁴ Las reservas ocultas están compuestas de activos muy subvaluados.

⁴⁵ Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Washington, D.C., octubre de 1989.

⁴⁶ Véase CEPAL, *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1989* (LC/G.1586), Santiago de Chile, diciembre de 1989.

⁴⁷ Véase CEPAL, *Hacia un desarrollo sostenido...*, op. cit.

Cuadro 8

**RESERVAS ESTIMADAS PARA PERDIDAS POR PRESTAMOS DE LOS
BANCOS INTERNACIONALES RESPECTO A SUS CREDITOS
COMPROMETIDOS EN LOS PAISES EN DESARROLLO ^a**

(Porcentajes)

Francia	41-52
(BNP)	(52) ^b
(Crédit Lyonnais)	(46) ^b
(Société Générale)	(53)
(Banque Paribas)	(41) ^b
Alemania	50-80
(Deutsche Bank)	(77)
(Dresdner)	(50)
Suiza	80 ^c
Reino Unido	45-72
(Midland Bank)	(58)
(Barclays)	(48)
(Lloyds Bank)	(72)
(Standard Chartered)	(46)
(National Westminster)	(65)
Canadá	45-70
(Royal Bank of Canada)	(70)
(Canadian Imperial)	(45) ^d
(Bank of Montreal)	(41) ^d
(Bank of Nova Scotia)	(45) ^d
Japón ^e	15
Estados Unidos ^f	
Bancos establecidos en las principales plazas financieras	30-70
(Citicorp)	(30)
(Bank of America)	(32)
(Manufacturers Hanover)	(29)
(Chase Manhattan)	(39)
(Chemical Bank)	(33)
(Bankers Trust)	(70)
(J.P. Morgan)	(64)
(First Chicago)	(53)
(Bank of New York)	(-)
Suprarregionales	30-75
(Security Pacific)	(30)
(Bank of Boston)	(75)

Fuente: Keefe, Bruyette y Woods, Inc.; S. G. Warburg, IBCA Banking Analysis; Michel Bouchet y Jonathan Hay, "Overview of Banking Regulations in OECD Countries and the Potential Accounting and Fiscal Obstacles to Negotiated Market-Based Debt Restructurings", Washington, D.C., Banco Mundial, 1989, p. 67, y CEPAL.

^a Noviembre de 1989. ^b Diciembre de 1988. ^c Septiembre de 1989. ^d Junio de 1989. ^e Uniforme para todos los bancos japoneses. El Ministerio de Hacienda del Japón ha sugerido como pauta una reserva de 25% para marzo de 1990. ^f Diciembre de 1989.

en condiciones crediticias durísimas.⁴⁸ Bajo la presión del MIPUI, se comprometieron también menos instintivamente a otorgar préstamos "involuntarios", a precios comerciales a los países deudores equivalentes a la expansión del 7% de su cartera de préstamos. La expansión neta inicial fue algo menor y luego cayó rápidamente en las rondas subsiguientes de negociaciones. La operación logró evitar los incumplimientos técnicos y las pérdidas para los bancos; en efecto, debido al gran aumento de "las tasas de los intereses punitivos" cobradas por el crédito bancario comercial,⁴⁹ los países latinoamericanos, a juicio de un profesor de una escuela de negocios, "pasaron a ser centros radiantes de utilidades para los bancos en su etapa más sombría".⁵⁰

Sin embargo, las economías de los deudores, ya bajo tensión debido a las condiciones adversas de su comercio internacional, se colapsaron bajo el peso del plan de financiamiento del MIPUI. La cuantía del financiamiento que América Latina debía haber tenido a su disposición es ahora una cuestión de opinión. Pero el financiamiento real que se otorgó escapa a todo criterio plausible para lograr un ajuste eficiente.

Una estrategia sencilla y plausible que podría haber utilizado el MIPUI en los años iniciales de la crisis habría sido, cuando menos, haber anunciado firme y públicamente la política de emergencia de reducir a cero las transferencias crediticias de los países deudores que se comprometieran a suscribir programas de ajuste con el FMI. Esto habría tenido sentido por varias razones. En 1982/1983 los banqueros, sus gobiernos y muchos analistas respetables declararon en forma bastante categórica que la crisis de América Latina era sólo un problema de liquidez.⁵¹ De ser así, había un argumento lógico y obligatorio para responder al problema de liquidez con una fuerte inyección

de dinero en efectivo a fin de preservar la confianza en los países problema y ayudarlos a un ajuste ordenado. Además, sin dicho financiamiento el problema de liquidez podía degenerar fácilmente en un problema de solvencia debido a: i) las crecientes expectativas negativas de los inversionistas privados acerca de la disponibilidad de divisas, y ii) la descapitalización del prestatario. Además interesa señalar que el efecto psicológico de un anuncio decidido hecho por el MIPUI de reducir a cero la transferencia crediticia podría haber impedido también los efectos corrosivos de la fuga de capitales nacionales, que era especialmente virulenta entre 1981 y 1983.

El cuadro 9 ilustra el monto del financiamiento adicional que habría sido necesario para reducir a cero la transferencia crediticia en los años iniciales de la crisis: un promedio del orden de 13 000 millones de dólares anuales durante el período 1983-1985.⁵² Estos préstamos adicionales podrían haberse generado de dos maneras. El MIPUI podría haber ejercido una presión más severa sobre sus bancos comerciales para que prestaran recursos (ya sea en la forma de nuevos préstamos o como capitalización de intereses), insistiendo asimismo en que los préstamos se otorgaran en condiciones muy moderadas.⁵³

Se recuerda que de hecho se ejerció presión sobre los bancos para que prestaran, aunque a tasas de interés muy subidas. Si los montos reales de préstamos bancarios que figuran en el cuadro 9 representan el volumen máximo de préstamos que podría haberse movilizado mediante la presión moral del MIPUI, entonces la única alternativa habría sido ofrecer a los bancos garantías públicas directas por sus préstamos adicionales, o aumentar directamente los préstamos oficiales en los montos requeridos. Tal como ocurrieron las

⁴⁸ El precio negociado del crédito se elevó entre 100 y 250% con respecto a sus niveles previos a la crisis. Para más detalles sobre las prácticas de reprogramación, véase CEPAL, *Políticas de ajuste...*, op. cit.

⁴⁹ En vista del papel de los bancos en el surgimiento del problema de la deuda, es difícil entender cómo el MIPUI pudo permitirles que cobraran a los prestatarios tasas de interés punitivas.

⁵⁰ Wellons, *Passing the Buck*, op. cit., p. 253.

⁵¹ Respecto a uno de los análisis más conocidos del problema de la liquidez, véase Cline, op. cit. Asimismo, véase Beryl Sprinkel, "Grounds for increasing optimism", *Perspectivas económicas*, N° 2, 1984, pp. 35 a 39.

⁵² Se excluye el año 1982 porque refleja en su mayor parte la concesión de préstamos voluntarios hasta agosto de 1982.

⁵³ Según se menciona en una nota precedente, no se justificaba una tasa de interés punitiva. La imposición de un "castigo", si es que era necesario, debería ser en la forma de la condicionalidad del FMI. El cobro excesivo a los deudores por parte de los bancos sólo venía a agravar los problemas.

Cuadro 9
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: SUPERAVIT O DEFICIT EN LA
REFINANCIACION DE LOS PAGOS DE INTERESES ^a**
(En miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
1) Total de pagos de intereses	21.5	31.9	41.3	36.5	40.7	38.4
2) Total de préstamos bancarios	36.0	41.0	28.1 ^b	15.1	13.0	4.8
3) Total de préstamos oficiales de los cuales:	11.9	12.6	12.3	16.0	15.1	13.4
FMI	(-0.1)	(0.3)	(1.9)	(6.9)	(3.9)	(1.5)
4) Superávit o déficit de la refinanciación (2+3-1)	26.4	21.7	-0.9	-5.4	-12.6	-20.2

Fuente: CEPAL, y OCDE, *Financing and External Debt of Developing Countries: 1988 Survey*, París, 1989.

^a Incluye al Caribe anglohablante y excluye a Panamá.

^b Esta cifra refleja los efectos del otorgamiento de préstamos voluntarios por los bancos hasta mediados de año.

cosas, el cuadro 9 demuestra que el MIPUI no tuvo mucho éxito en impedir una drástica reducción de los préstamos bancarios o en compensar esa caída con el aporte de sus propios recursos. Además, el financiamiento que sí estuvo disponible fue otorgado manteniendo la rienda corta en forma de compromisos anuales obtenidos en un entorno de negociaciones prolongadas y de extrema incertidumbre —que no es exactamente una fórmula muy conducente a un ajuste eficiente o a generar confianza en el inversionista.

Asimismo, debe mencionarse que una política pública de reducir a cero la transferencia crediticia, aunque tal vez habría brindado un entorno psicológico más propicio para los inversionistas privados y mejores condiciones para el ajuste, habría seguido constituyendo una estrategia muy conservadora que habría exigido grandes sacrificios de los países deudores. Como se indica en el cuadro 9, la reducción a cero de la transferencia habría significado de todas maneras una gran reducción del financiamiento neto comparado con los niveles previos a la crisis. Además, debe recordarse que la carga del interés nominal que figura en el cuadro 9 subestima demasiado la carga del interés real que soportaban los países deudores. La deflactación de la tasa de interés nominal de la deuda por la variación de los precios de exportación de la región generó una tasa promedio de interés real de casi 20% anual entre 1982 y 1985. El refinanciamiento anual equivalente de esta elevadísima tasa de interés real durante el período supera en más de 50%

a los montos que implica la transferencia cero nominal presentada en el cuadro 9. Naturalmente que con un funcionamiento adecuado del MIPUI, se habría financiado al menos parte del aumento de estas tasas de interés real.

Un criterio de refinanciación más convencional y generoso revela las deficiencias de la forma en que el MIPUI ha manejado la crisis latinoamericana. En un mundo abstracto sin rigideces ni distorsiones, se conviene en que, para lograr un ajuste eficiente, los déficit emanados de conmociones permanentes deben ajustarse, mientras los déficit causados por conmociones temporales deben financiarse. En todo caso, un estudio que utilizó este criterio halló pruebas de un déficit extremo del tipo de financiamiento justificado por este enfoque: entre 1982 y 1985 los países no exportadores de petróleo de la región recibieron un financiamiento equivalente a sólo 37%, 25%, 36% y 16% del componente transitorio de las conmociones externas.⁵⁴ Este es un déficit perturbador, sobre todo porque está basado en la hipótesis irreal de la inexistencia de rigideces o distorsiones en el proceso de ajuste. En el mundo real, donde las rigideces y distorsiones existen, el monto del financiamiento necesario para un ajuste eficiente tiene que ser naturalmente mayor.

Por cierto que si bien un mayor financiamiento durante la crisis habría ayudado a la eficiencia del ajuste, éste también habría aumentado más la deuda externa de la registrada realmente (cuadro 2). La cuantía de la nueva deuda que la región podría haber

⁵⁴ Richard Lynn Ground, "Perturbaciones, déficit, crisis y políticas de ajuste: un enfoque normativo", *El Trimestre Económico*, vol. LIII, N° 212, octubre-diciembre de 1986, p. 769.

absorbido efectivamente durante este período es un asunto debatible. En efecto, algunos estiman que la acumulación de la deuda que implicaban las necesidades de refinanciamiento de una transferencia crediticia nula excedía la capacidad de largo plazo de los países para servir las obligaciones.⁵⁵ Empero, si esto fuera así era evidente que la alternativa correcta – desde el punto de vista del ajuste eficiente en un sistema económico interdependiente – no era una transferencia externa de recursos desestabilizadora por parte de los deudores problema, sino más bien la reducción organizada de la deuda y de su servicio, en la que el MIPUI prestara a los bancos la asistencia institucional y financiera apropiada para realizar con eficacia dicho objetivo.

En suma, la crisis sistémica que surgió en 1982 tuvo sus orígenes en el comportamiento de los países deudores, los acreedores y sus gobiernos. El manejo de una crisis tan severa era inherentemente difícil debido a la dimensión internacional del problema, al entorno externo adverso, y a la renuencia natural de los deudores a sufrir un ajuste y de las instituciones privadas de crédito a ampliar sus compromisos en condiciones adversas. En efecto, en vista de la experiencia histórica de que después de una gran crisis financiera viene el colapso, la estabilidad de los países industrializados durante los años ochenta no deja de ser un logro importante. Sin embargo, todo esto no disminuye el hecho evidente de que durante la crisis de 1982 el MIPUI no logró desempeñar a cabalidad la función sistémica tradicional que ha sido definida por su contraparte nacional. Promovió la estabilidad financiera, pero no el mantenimiento sólido de la actividad económica. Una posible interpretación del problema es que el MIPUI esté todavía subdesarrollado y sea incapaz de alcanzar el objetivo dual de preservar la estabilidad financiera y la actividad económica que son primordiales en el funcionamiento del PUI nacional. El problema estribaría en el

carácter estrecho de ámbito nacional del MIPUI. Por una parte, los beneficios de la estabilidad financiera son evidentes para las naciones acreedoras y son internalizados de inmediato. Por otra – en contraste con el funcionamiento del PUI nacional – el beneficio económico de preservar el crecimiento de los deudores problema se externaliza inicialmente en comparación con las naciones acreedoras. Además, la internalización definitiva de este beneficio a la larga por las naciones acreedoras gracias a los efectos secundarios del crecimiento en los países deudores es difícil de evaluar en función de su cronología y distribución, beneficio que puede ser reducido con respecto a las oportunidades alternativas de inversión de los recursos públicos. Asimismo, debe recordarse que los países en desarrollo no son electores poderosos de los políticos de los países industrializados, de modo que podría considerarse que los beneficios políticos de un rescate integral también serían escasos.

Pero, por la razón que sea, el MIPUI no movilizó, y todavía no moviliza, el financiamiento adecuado para apoyar un proceso de ajuste socialmente eficiente en América Latina y el Caribe.⁵⁶ Aunque los enormes costos sociales de un ajuste desordenado y abrupto no pueden borrarse, todavía no es demasiado tarde para rectificar la situación. Naturalmente, que el éxito de una solución pública concertada del problema de la deuda y del desarrollo en la región involucrará el fortalecimiento del proceso de ajuste de los países deudores. Pero esto exigirá a su vez una intervención pública más equitativa y ambiciosa que tome más como modelo la combinación equilibrada de financiamiento y ajuste que suele observarse en el funcionamiento del PUI interno. Esto nos lleva al próximo tema: cómo resolver los prolongados problemas del servicio de la deuda de la región que inciden en forma tan negativa en los procesos de crecimiento y ajuste.

⁵⁵ Por ejemplo, véase Cline, *op. cit.*, pp. 174 a 179.

⁵⁶ Para una visión general concisa de las deficiencias del sistema financiero internacional, véase Carlos Massad, "La deuda: un panorama general", *El problema de la deuda...*, Revista de la Planificación del Desarrollo, Nº 16, *op. cit.*, pp. 18 a 25.

III. UN ENFOQUE DE CONCERTACION: EL PLAN BRADY

En relación con la deuda, tanto la teoría como la práctica sugieren que una solución concertada de carácter público sería la mejor alternativa para el conjunto de la comunidad mundial, por cuanto las soluciones de mercado, en el caso de los problemas sistémicos, adolecen de graves ineficiencias. Los resultados del mercado dependen fuertemente del poder de negociación que tengan tanto los deudores como sus acreedores; este hecho, junto al influjo de las complejas externalidades propias de cada instancia de negociación, hace que no exista *a priori* una razón para suponer que el resultado de ellas sea una distribución de costos funcional para la recuperación del total del sistema, con un mínimo de costo social. En realidad, y puesto que los costos y los beneficios se distribuyen de manera relativamente arbitraria, el enfoque de mercado puede repercutir en forma muy negativa sobre valiosas actividades económicas, exacerbando con ello los problemas y haciendo un mal servicio a la potencialidad de crecimiento del conjunto del sistema.

Una solución de carácter público y concertado significa que los recursos institucionales y financieros de los gobiernos entran a influir en el problema. Las negociaciones dejan de ser un asunto privado entre un deudor y sus acreedores; al reconocerse la naturaleza sistémica del problema, se transforman en tripartitas, y la parte gubernamental pasa a representar los intereses más generales de la sociedad. La noción de ganancia o de pérdida privada se subordina a metas más amplias: i) recuperar el buen funcionamiento del sistema con un

mínimo de costo social, y ii) establecer nuevas reglas de juego, a fin de no repetir los mismos errores. Es posible, además, que el sector público deba asumir una proporción importante del costo de volver a tener un sistema eficiente. Por una parte, en la práctica, el deudor, el acreedor o ambos pueden estar en una situación tal que sólo podrían asumir su parte del costo a expensas de su desempeño económico; perjudicar éste sería contraproducente para el sistema. Por otra, la política pública puede haber sido claramente un factor presente en el origen de la crisis, lo que hace imperativo que los gobiernos asuman la responsabilidad que les corresponde en ella. En ambos casos, se socializa una parte considerable de los costos de la solución, pero de una manera mejor planificada que en el caso de los colapsos producidos por el funcionamiento del mercado.

Como ya se dijo, este raciocinio se ha aplicado muchas veces para resolver las situaciones de tensión de alcance sistémico en los países industrializados. En el caso de la deuda latinoamericana y caribeña, en cambio, los gobiernos acreedores no se han mostrado dispuestos a asumir su papel sistémico, en el sentido amplio de la palabra. En nombre del respeto a las soluciones "de mercado", y de evitar intervenciones en que el sector público "rescate" a agentes económicos privados, sus intervenciones ante la crisis han tenido carácter sumamente selectivo, y en esos casos muchas veces han favorecido a los bancos acreedores.¹ Los resultados han sido singularmente negativos para una de las mitades de la ecuación del crédito - para los deudores - para

¹ Una visión detallada del fenómeno se presenta en CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina* (LC/G.1332), serie Cuadernos de la CEPAL, N° 48, Santiago de Chile, 1984, publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.18, y en el capítulo sobre deuda externa de CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1988* (LC/G.1577-P y Corr.1), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.89.II.G.2.

quienes ha significado costos económicos posiblemente mayores que los que habría acarreado en 1982 una solución realmente de mercado (como por ejemplo el incumplimiento declarado y la consiguiente devaluación de los créditos bancarios).²

La poca disposición del sector público para intervenir en el problema de la deuda ha demostrado finalmente, además, no ser un buen medio para evitar costos al erario. Como lo indica el Cuadro 9, el sector público internacional logró cada vez menos cooperación de parte de los bancos comerciales en cuanto a préstamos para los países deudores; de hecho, los datos recientes del Banco de Pagos Internacionales indican que desde 1986 las cifras netas anuales de préstamos bancarios han sido muy bajas o incluso negativas.³ A pesar de las declaraciones retóricas en sentido contrario, la estrategia oficial sobre la deuda de hecho ha estado haciéndose cargo de una parte de los pagos de intereses a los bancos comerciales privados. El otro lado de la moneda es que desde 1982 la participación del sector público en el total de la deuda latinoamericana y caribeña ha aumentado en forma dramática, mientras las instituciones multilaterales de crédito asumen una parte desproporcionada del incremento de los compromisos oficiales (gráfico 6). La mayor presencia del sector público no es en sí misma nociva; sin embargo, la forma que ha asumido no contribuye a solucionar el problema subyacente. El sector público de hecho ha estado haciéndose cargo de una responsabilidad cada vez mayor en un problema difícil e incómodo. Así (en una experiencia parecida a la de los Estados Unidos respecto de los problemas en asociaciones de

ahorro y préstamo), sus costos podrían terminar por ser mucho mayores que los de una solución de carácter público, más tajante, que se hubiera adoptado a comienzos de la crisis.

A. VISION GENERAL DEL PLAN

El Plan Brady, anunciado en marzo de 1989, corresponde a la cuarta etapa de la estrategia oficial internacional de manejo de la deuda. Aunque todavía se encuentre en proceso de formación, la iniciativa representa la primera vez en que dicha estrategia ha contado con los elementos básicos para una verdadera solución concertada de carácter público.

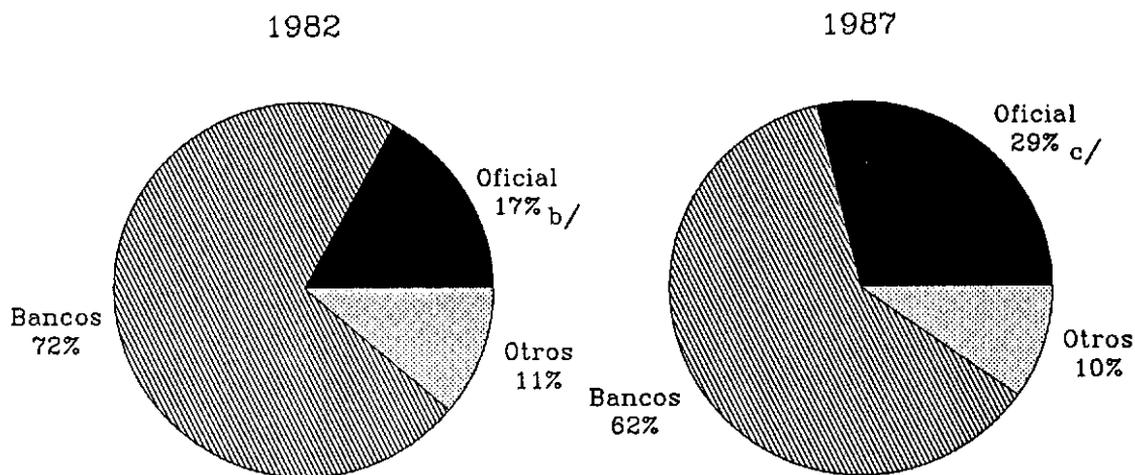
La primera etapa de la estrategia oficial se inició en 1982. Puesto que se caracterizaba por diagnosticar un problema de liquidez en los países deudores, el remedio recomendado consistía en reprogramar los pagos y otorgar préstamos no voluntarios, todo ello en condiciones que evitaran las pérdidas contables para los bancos comerciales. Fue seguida en septiembre de 1985 por una segunda etapa, conocida como el Plan Baker. El diagnóstico cambió: no se trataba de un problema de liquidez en el corto plazo, sino de un problema estructural más prolongado. El remedio se modificó también: no era la austeridad, sino "el ajuste estructural con crecimiento". Además, para promover el crecimiento, el Plan proponía reunir en el plazo de tres años 20 000 millones de dólares en incremento neto de los préstamos vigentes y 9 000 millones en créditos oficiales netos, todo ello para complementar los ejercicios de reprogramación en 17 países. Una vez más, las transacciones suponían condiciones

² En 1982, los incumplimientos habrían exigido que el mecanismo internacional de préstamos de última instancia se empleara a fondo, y tal vez habrían contribuido a una distribución más equitativa de los costos financieros. Cabe observar que en los años treinta los incumplimientos eran, en la práctica, un mecanismo para compartir riesgos, y que contribuyeron a apuntalar la actividad económica en América Latina. Como decía Díaz-Alejandro al referirse a la solución de mercado de los años treinta, en 1932 los viajeros a Sudamérica decían que en ciudades como So Paulo las plantas textiles trabajaban en tres turnos diarios, y que el ánimo existente contrastaba con la melancolía en Norteamérica. Durante 1984, el optimismo económico volvió a Nueva York y a Washington, D.C., pero no a Buenos Aires ni a Brasilia. Véase Carlos Díaz-Alejandro, "The Early 1980s in Latin America: the 1930s One More Time?", trabajo presentado a la Reunión de Expertos sobre crisis y desarrollo de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, 29 de abril al 3 de mayo de 1985, p. 13.

³ Bank for International Settlements (BIS), *59th Annual Report*, Basilea, junio de 1989, pp. 113. Las cifras del Banco, que miden los cambios en el total de activos de bancos comerciales en la región, fueron negativas entre 1986 y 1988. Como ya se dijo, las cifras sobreestiman la contracción de los préstamos bancarios por cuanto incluyen los efectos de la amortización en libros y de operaciones de conversión de la deuda. Dado que estos dos últimos adquirieron importancia a partir de 1988, actualmente es más difícil contar con cálculos precisos de los préstamos bancarios a los países en desarrollo altamente endeudados.

Gráfico 6

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA POR TIPO DE ACREEDOR a/



Fuente: OCDE, *Financing External Debt of Developing Countries*, 1988 Survey, París, 1989.

a/ Incluye países del Caribe de Habla Inglesa.

b/ Bilateral:11%, Multilateral:6%.

c/ Bilateral:14%, Multilateral:15%.

comerciales, lo que evitaba pérdidas contables a los bancos acreedores.

La tercera etapa de la estrategia se planteó en 1987, con una importante mutación del Plan Baker. Ya que no se había logrado obtener el financiamiento bancario neto prometido,⁴ el Plan auspició un nuevo medio denominado la "lista de opciones de mercado". En realidad, aun cuando formalmente mantenía su apoyo a los nuevos préstamos bancarios como parte de las reprogramaciones, el Plan contemplaba mecanismos de reducción voluntaria del endeudamiento, tales como la conversión de la deuda en valores, con descuento; la conversión de la deuda en capital, las operaciones de recompra y otras. Así, por primera vez, la gestión oficial del problema de la deuda admitía la existencia de un gran sobreendeudamiento, al menos parte del cual no podría pagarse.

Durante estas primeras tres etapas, el sector público se mantuvo a la retaguardia, proporcionando orientaciones generales, presionando a los deudores y acreedores para atenerse a las grandes líneas de la estrategia, otorgando préstamos de enlace -de riesgo relativamente escaso- como financiamiento transitorio mientras se concluían los acuerdos de reprogramación, reestructurando la deuda con el Club de París, y otorgando créditos directos, generalmente como parte de programas oficiales de ajuste. Como ya se dijo, toda esta acción se tomaba con el propósito explícito de apoyar soluciones privadas, basadas en el mercado, y de evitar costos manifiestos para los contribuyentes de los países acreedores.

Lo dicho permite apreciar que la estrategia internacional de manejo de la deuda no ha sido estática. A lo largo de ocho años, también ella se ha "ajustado". Sin embargo, sus ajustes se

han visto generalmente sobrepasados por los hechos, y por lo tanto no han alcanzado a resolver efectivamente los problemas.⁵ A fines de 1988 existía tanto en círculos deudores como acreedores un amplio consenso respecto del Plan Baker: se consideraba que iba a la deriva; que la banca procuraba eludir el problema de la deuda en la región, y que los países deudores se encontraban en medio de una crisis de proporciones cada vez más profundas.

El rasgo principal del Plan Brady consiste en su propuesta de estimular la reforma de políticas y el crecimiento en los países excesivamente oprimidos por el endeudamiento bancario, mediante el ofrecimiento de un compromiso oficial sin precedentes en apoyo de la reducción de la deuda. Como el Plan Baker, la nueva iniciativa cree que la reducción de la deuda debe realizarse caso por caso, mediante acuerdos voluntarios negociados entre el país deudor y los bancos acreedores. Sin embargo, el nuevo Plan ha propuesto cuatro innovaciones claves, que en principio podrían dar mayor impulso a dicha reducción.⁶

En primer lugar, el Plan sugirió a los bancos privados que dejaran de aplicar, durante tres años, las cláusulas de prorratio o de abstención, cuya presencia ha sido importantísima en los contratos de crédito de los países en desarrollo con los bancos comerciales. Estas cláusulas, en lo fundamental, disponen la igualdad de trato para los bancos acreedores en cuanto al pago de la deuda y a las obligaciones que contraiga el deudor sobre sus propios activos, respectivamente. Estas y otras cláusulas han demorado las negociaciones de reducción voluntaria del endeudamiento, por cuanto las recompras y los ofrecimientos de conversión exigen que la mayoría de los bancos acreedores

⁴ Según el Banco Mundial, los créditos bancarios netos a los países en desarrollo muy endeudados alcanzaron sólo 6 000 millones de dólares entre 1986 y 1988. Véase World Bank, *Quarterly Review*, Washington, D.C., marzo de 1989, p. 3.

⁵ Por ejemplo, un criterio como el del Plan Baker habría sido sin duda más útil, y probablemente más exitoso, si se hubiera planteado en 1982 y no en 1985. Un análisis más amplio de las graves deficiencias del Plan Baker se encuentra en CEPAL, *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe (LC/G.1487/Rev.2-P)*, serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 72, Santiago de Chile, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.88.II.G.10 y CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1988, op. cit.*

⁶ Véase "Remarks by the Secretary of the Treasury Nicholas F. Brady to the Brookings Institution and the Bretton Woods Committee Conference on Third World Debt", *Treasury News*, Washington, D.C., Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 10 de marzo de 1989.

suspenda su aplicación.⁷ La idea de proponer una suspensión generalizada no sólo busca agilizar las negociaciones, sino también mejorar las condiciones del crédito otorgado a los deudores: en principio, crearía un ambiente más competitivo, por cuanto los países podrían negociar con cada acreedor en forma bilateral.

En segundo lugar, el Plan Brady ha hecho un llamado a los gobiernos acreedores para que exploren la posibilidad de encontrar cómo disminuir los impedimentos normativos, contables y tributarios que obstaculizan la participación de los bancos en los planes de reducción del endeudamiento.

En tercer término, el Plan propuso que la estrategia internacional de manejo de la deuda estuviera facultada –por primera vez– para comprometer en forma directa recursos públicos con el objeto de apoyar el proceso de reducción. Más concretamente, esto significa que el FMI y el Banco Mundial podrían canalizar parte de los préstamos vinculados a políticas hacia el otorgamiento de garantías sobre capital e intereses (en casos en que la conversión de deuda en bonos implique grandes descuentos para los países deudores), o hacia la recuperación de reservas tras una operación de recompra. El financiamiento se obtendría del capital con que cuentan ambas instituciones; con el mismo fin, se solicitarían además contribuciones de los países superavitarios en balanza de pagos. La disponibilidad de fondos públicos tiene por objeto superar una de las grandes deficiencias del Plan Baker en cuanto a la reducción voluntaria de la deuda: los deudores no pueden financiar las garantías de los ejercicios de reducción del endeudamiento en gran escala, por falta de divisas.⁸

La cuarta dimensión clave del Plan Brady implica desvincular los programas de ajuste del

FMI del manejo de los balances bancarios. El Plan permite así que el Fondo pueda hacer desembolsos relacionados con sus programas de ajuste aun cuando no se cuente de antemano con la seguridad de financiamiento de los bancos comerciales privados. Esta política significaría un vuelco de las prácticas existentes desde 1982, según las cuales los desembolsos del Fondo generalmente habían dependido de un acuerdo previo entre un país y sus acreedores bancarios para cubrir el déficit de financiamiento combinando reprogramación con los bancos comerciales, nuevos recursos y, ahora último, reducción de la deuda. Este tipo de práctica –introducida como medio de evitar el retiro de los bancos– de hecho debilitaba muchísimo el poder de negociación de los países deudores, por cuanto el no poder llegar a un acuerdo con los bancos significaba incurrir en mora, lo que a su vez constituía incumplimiento de los criterios de ejecución establecidos en el programa macroeconómico acordado con el Fondo. La distorsión de la situación negociadora se manifestaba además en programas de ajuste excesivamente onerosos y desfinanciados, que contribuían a la recesión económica de los países deudores. A consecuencia de esta política, comenzó a cuestionarse la función de intermediario asumida por el FMI en cuanto al manejo de la deuda; de hecho, en 1987 se había reducido ostensiblemente el número de países dispuestos a suscribir programas del Fondo.⁹

B. LOS LOGROS DEL PLAN BRADY

El Plan Brady representa un importante avance en el plano conceptual. Desde un principio, los países deudores y acreedores concordaron respecto de la importancia del

⁷ Para suspender la aplicación de la cláusula de obligación negativa suele exigirse el acuerdo de entre 50 y 66% de los bancos acreedores del país deudor; la cláusula de participación suele exigir el consentimiento de entre 95 y 100% de ellos. Véase Michel Bouchet y Jonathan Hay, "The Rise of the Market-Based Menu Approach and its Limitations", Washington, D.C., Banco Mundial, 1989, p. 29.

⁸ Los pormenores se exponen en CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1988, op. cit.*

⁹ Más detalles sobre el particular en CEPAL, *La evolución del problema de la deuda externa...*, op. cit., y en Robert Devlin, "Disyuntivas frente a la deuda externa", *Revista de la CEPAL*, Nº 37 (LC/G.1547-P), Santiago de Chile, abril de 1989, cuadro 8.

ajuste para cualquier solución del problema de la deuda. Con el Plan Brady se produce también una convergencia respecto del papel central que cabe a la reducción del endeudamiento, y una general conciencia de la necesidad de apoyo público e institucional para que el proceso pueda funcionar en forma eficiente.

Otro logro menos evidente, pero sí importante, se hace sentir en el ruedo político. Las primeras iniciativas de los acreedores generalmente surgieron de la urgencia de evitar incumplimientos de los deudores y pérdidas para los bancos.¹⁰ Por el contrario, el Plan Brady parece surgir de un creciente consenso político en los países del norte, según el cual, tras ocho años de decadencia económica y social, es preciso prestar mayor atención a los países deudores, para evitar el riesgo de un serio problema de política exterior. En cuanto a los cambios del ambiente político, resulta muy decidor que el Plan Brady se haya formulado después de propuestas aún más ambiciosas para reducir la deuda: la de Japón y la de Francia.¹¹

Finalmente, otro aspecto positivo es la brevedad del tiempo en que el Plan ha logrado trascender la formulación puramente conceptual para entrar en el dominio de la acción concreta, aun cuando ésta no deje de presentar ciertas dificultades.

1. Compromiso de fondos públicos

Se ha comprometido ya un monto importante de fondos públicos para apoyar el proceso de reducción de la deuda. El Banco Mundial y el FMI aportarán cada uno 12 000 millones de su actual base de capital para este

objeto. La mitad de estos 24 000 millones provendrá de programas de préstamos "existentes", para países que cumplen con los requisitos necesarios; la otra mitad, de recursos llamados "adicionales", que presumiblemente no habrían estado al alcance de los países en las circunstancias anteriores al plan. Los recursos "existentes" se limitan al apoyo de recompras y a la reducción del capital en las transacciones de bonos, mientras que los "adicionales" se destinan a garantizar los pagos de intereses sobre dichas transacciones. Los recursos para la reducción de la deuda se pondrán a disposición de los países como préstamos en condiciones usuales; con ello, el Banco y el Fondo tratan de evitar un compromiso directo con el proceso. Se entiende que, mediante una consideración caso por caso, se procurará que el desembolso de los fondos para reducir la deuda se concentre en los períodos iniciales del crédito.¹² Además de los recursos del Banco y del Fondo, el Gobierno de Japón contribuirá con al menos 6 000 millones de dólares en préstamos para la reducción de la deuda y de su servicio. Con ello, el total de recursos públicos destinados a apoyar el Plan Brady era, a fines de 1989, del orden de 30 000 millones de dólares.

2. Acuerdos de reducción del endeudamiento

Durante 1989, surgieron tres acuerdos de reducción de la deuda con arreglo a los parámetros del Plan Brady, que beneficiaron a México, Filipinas y Costa Rica. Según el criterio de tratamiento caso por caso, cada uno de ellos presenta una particular configuración del financiamiento. (Véase recuadro.)

¹⁰ Existen pruebas al menos circunstanciales de que hasta fines de 1987 los cambios en la estrategia se hicieron en respuesta a temores de incumplimiento y de formación de un cartel de deudores. Véase Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, 1989, capítulo 5.

¹¹ En junio de 1988, Japón dio a conocer la propuesta Miyazawa. En ella se sugería que el Fondo debía prestar recursos a los países deudores con el fin de establecer depósitos especiales en el propio FMI, para financiar recompras. El Fondo garantizaría además bonos de largo plazo que los países podrían cambiar por deuda antigua, a su valor nominal. Por su parte, en septiembre de 1988 Francia anunció la propuesta Mitterand, que significaba establecer un servicio internacional para la conversión de la deuda en el seno del Fondo, financiado por derechos especiales de giro.

¹² Los fondos se organizan oficialmente como sigue. En el marco de una consideración caso por caso, el Banco Mundial "reservará" 25% del programa de préstamos para el ajuste del país de que se trate, durante un período de tres años; ello representa alrededor de 10% de los préstamos totales. El Banco podría además proporcionar recursos "adicionales" equivalentes a 15% del total del programa trienal de créditos. Por su parte, el Fondo, procediendo también caso por caso, considerará la posibilidad de "reservar" 25% del acceso correspondiente al país miembro de que se trate, con arreglo a un acuerdo ampliado o a un acuerdo de derechos de giro, con el fin de prestar apoyo a las operaciones de reducción del endeudamiento. Podría también proporcionar recursos "adicionales" equivalentes a 40% de la cuota correspondiente al país miembro. Véase World Bank News Release N° 89/531, Washington, D.C., s/f, y IMF Press Release N° 89/17, Washington, D.C., 24 de mayo de 1989.

RECUADRO

ACUERDOS DEL PLAN BRADY: MEXICO, COSTA RICA Y FILIPINAS

1. *México.* México comenzó sus negociaciones con los bancos comerciales en abril de 1989. En julio alcanzó finalmente un acuerdo con el comité de dirección de éstos. Los acreedores comerciales tenían, según el acuerdo, tres opciones para enfrentar la deuda financiable de mediano plazo - 48 000 millones de dólares de un endeudamiento bancario total de alrededor de 68 000 millones. La primera era convertir deuda, con un descuento del 35%, en un bono de vencimiento único, a 30 años, con una tasa de interés de 0.81% sobre la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR). La segunda consistía en un bono al valor nominal, a un plazo de 30 años, con una tasa de interés fija de 6.25% (en contraste con una tasa comercial superior al 9% en 1989). Cabe observar que estos bonos estaban exentos de reprogramación o de solicitudes de nuevos recursos. La tercera opción que se ofrecía a los bancos era aportar fondos nuevos durante los próximos cuatro años, por un monto equivalente a 25% de sus compromisos netos pendientes. Las condiciones de los préstamos se fijaron con un margen 0.81% por sobre la LIBOR, y con vencimiento a 15 años, con siete de gracia. Los bancos contaban además con una cláusula del acuerdo de crédito que les permite - a partir de 1996 - aumentar gradualmente el rendimiento de sus bonos hasta un máximo de 3 puntos porcentuales, en caso que el precio del petróleo exceda los 14 dólares por barril en términos reales. Los bancos tienen derecho también a tipos limitados y específicos de conversión de deuda en capital, equivalentes a 1 000 millones de dólares anuales durante los próximos tres y medio años.

Se proyectaba que los bonos contarían con 5 700 millones de dólares de respaldo financiados por el FMI, el Banco Mundial y Japón, con 1 300 millones más provenientes de las reservas internacionales de México. El total de 7 000 millones de respaldo se traduce en garantías para el capital de los bonos, en forma de bonos sin cupón del Tesoro de los Estados Unidos; se otorgan asimismo garantías sobre 18 meses de intereses, de las que se puede hacer uso en el momento que se necesiten.

El comité de dirección calculó originalmente que los bancos seleccionarían sus opciones de un modo tal que 20% de la deuda financiable se convertiría en bonos con descuento y 60% en bonos al valor nominal, mientras 20% quedaría sujeto a la disposición sobre nuevos fondos. Sin embargo, la selección que hicieron los bancos fue muy distinta: 41% en bonos con descuento, 47% en bonos al valor nominal y 12% en el acuerdo de recursos nuevos. Más aún, la nueva configuración creó una necesidad de garantías mayor que la prevista. La diferencia, de alrededor de 500 millones de dólares, sería cubierta, según se informó, mediante la venta a México, en condiciones favorables de rendimiento, del bono sin cupón del Tesoro de los Estados Unidos (lo que significa alrededor de 350 millones de dólares); mediante un aporte mexicano adicional, y mediante una transacción financiera no revelada, que será gestionada por el comité de dirección.

2. *Costa Rica.* Una segunda iniciativa del Plan Brady para América Latina surgió en Costa Rica,

a fines de octubre. En principio, el acuerdo se refiere a 1 500 millones de dólares de deuda bancaria de mediano plazo y a 325 millones de atrasos en pagos de intereses, acumulados desde 1986. En el acuerdo, los bancos no tienen la opción de aportar nuevos recursos; la reducción de la deuda y de su servicio es la única alternativa oficial. En efecto, los bancos tendrán la oportunidad de vender a Costa Rica su deuda, a alrededor de 16 centavos por cada dólar. A los bancos que vendan 60% o más de su cartera se les ofrecerá convertir sus préstamos restantes en un bono a 20 años plazo (con 10 de gracia), a un interés fijo de 6.25%. Como elemento persuasivo para comprometer a los bancos en una gran operación de venta de su deuda, sólo estos bonos contarán con un respaldo de crédito, en forma de una garantía deslizable de un año sobre los intereses. Aquellos bancos que vendan menos del 60% de sus préstamos recibirán, sobre el resto de sus carteras, un bono sin garantía a 25 años plazo (con 15 de gracia) con una tasa de interés fija de 6.25% y sin garantías.

Los saldos en mora que queden tras las operaciones de recompra se eliminarán mediante un pago de 20% al contado y la reprogramación del saldo en un plazo de 15 años (sin período de gracia) con un margen de 0.81% sobre la LIBOR. Los bancos que participen en la venta del 60% de su deuda recibirán además una garantía por tres años sobre los pagos de intereses de la deuda reprogramada. También cuentan con una cláusula de recuperación que les da derecho a pagos mayores en caso de que el producto interno bruto exceda en 120% (en términos reales) el nivel registrado en 1989. Otra parte del acuerdo dispone que el gobierno auspiciará conversiones de deuda en capital por un monto mínimo de 20 millones de dólares al año, durante cinco años.

El total de los fondos oficiales necesarios para apoyar el plan costarricense alcanza a 175 millones de dólares en préstamos para financiar la recompra, y a 78 millones para garantizar los intereses. Del total de 253 millones en préstamos, 102 millones provendrán del FMI y del Banco Mundial. Costa Rica ha obtenido el resto de los recursos de fuentes bilaterales, entre ellas Japón, la provincia china de Taiwan y Estados Unidos.

3. *Filipinas.* Este acuerdo se produjo inmediatamente después que el mexicano, en agosto de 1989. El país acordó emplear 650 millones de dólares en préstamos del FMI y del Banco Mundial para la recompra de 1 300 millones - de un total de 13 300 millones de deuda - en los mercados secundarios. El gobierno, por su parte, acordó reunir más de 1 000 millones de dólares en recursos nuevos mediante la emisión de bonos a 15 años (con ocho de gracia) a 0.81% sobre la LIBOR. Como en el caso de México, los bonos están exentos de futuras reprogramaciones o solicitudes de nuevos fondos. En enero de 1990 el país realizó la recompra programada. Sin embargo, se ha encontrado con grandes dificultades para cumplir con la disposición sobre nuevos recursos contenida en el acuerdo. En enero, había logrado compromisos por sólo 600 millones de dólares, y según se ha informado, ha reducido la meta original a un total de 700 millones.

El acuerdo costarricense está enteramente dedicado a la reducción de la deuda y de su servicio. El mexicano tiene fundamentalmente la misma orientación, pero cuenta además con un pequeño componente de nuevos recursos. Por su parte, el de Filipinas incluye la reducción de la deuda, pero se caracteriza por su disposición sobre recursos nuevos.

Los mecanismos financieros difieren también según el país. En Costa Rica, los principales instrumentos son la recompra directa con un 84% de descuento, la conversión de deuda antigua en bonos al valor nominal de ésta con un interés fijo inferior al del mercado, y una reprogramación como las tradicionales. El plan de México incluye bonos con un descuento del 35%, bonos al valor nominal de la deuda con un interés fijo inferior al del mercado, y una reprogramación que cuenta además con nuevos recursos en forma de préstamos en condiciones acostumbradas o capitalización directa del interés. En cuanto a Filipinas, su acuerdo incluye una recompra directa con 50% de descuento y una emisión de bonos para obtener nuevos recursos. En los acuerdos de Costa Rica y México, existen compromisos respecto de un nivel mínimo de conversión de deuda en capital; Filipinas no pactó explícitamente montos concretos para tales transacciones.

Hay también diversidades en cuanto al alcance de la reducción de la deuda. En el caso de Costa Rica, ésta podría afectar cerca de 60% de sus obligaciones pendientes con los bancos. La de México alcanzará a 29% del total del endeudamiento bancario, mientras que según el acuerdo de Filipinas, sólo 10% de las acreencias bancarias están sujetas a reducción.

Todos los acuerdos iniciales fueron suscritos con el respectivo Comité de Asesores Bancarios, y sólo en principio. Los siguieron prolongadas negociaciones con otros bancos acreedores, que debían aprobar las condiciones propuestas. A comienzos de 1990, sólo México había llegado a un acuerdo definitivo y completo con sus acreedores.

3. El FMI y los compromisos de financiamiento

Otro hecho de signo positivo en relación con el Plan Brady fue, durante 1989, la voluntad demostrada por el FMI para auspiciar programas de ajuste aun cuando no contara con compromisos de financiamiento por parte de los bancos comerciales. El Fondo ya había experimentado en realidad con esta estrategia antes, en Costa Rica y Bolivia, países que negociaron el apoyo del FMI aun cuando se encontraban en prolongada mora con los bancos comerciales y otros acreedores. En 1989, el Fondo hizo desembolsos para programas de ajuste en Ecuador, Venezuela, México y Argentina, antes de que ninguno de ellos hubiera llegado a acuerdo con sus acreedores bancarios respecto del manejo de sus problemas de endeudamiento. Puesto que los últimos tres de estos países se cuentan entre los mayores deudores del Tercer Mundo, la actitud adoptada por el FMI constituye un hecho de importancia en la aplicación del Plan Brady.

4. Incentivos para reducir la deuda

Un elemento catalítico decisivo para los acuerdos de México, y en menor medida, de Costa Rica, fue una fuerte presión moral ejercida sobre los bancos por los gobiernos acreedores y el FMI. La actitud del Fondo respecto del financiamiento bancario, antes mencionada, constituyó una presión escasamente disimulada. A comienzos de 1989, el Director Gerente del Fondo declaró públicamente su disposición a hacer desembolsos en programas con grandes deudores aun antes que estuvieran concluidos los compromisos de financiamiento. Expresó que el FMI podría con ello renunciar a una prerrogativa ya aceptada por la comunidad internacional: la de retener su primer desembolso hasta que se hubieran cumplido todas las demás condiciones de financiamiento. En el futuro, el Fondo procedería de otra manera. Para crear confianza, estaría dispuesto, en casos justificados, a ser el primero en hacer los desembolsos.¹³

¹³ "Remarks by M. Camdessus, Managing Director of the International Monetary Fund, before l'Institut d'Etudes Financières et Bancaires", París, 31 de mayo de 1989, p. 6. Véase también Robert Rowen, "Camdessus assails banks on debt talks", *Washington Post*, 1 de noviembre de 1989.

También el Gobierno de Estados Unidos aplicó una presión extraordinaria para que los bancos concluyeran su acuerdo con México. La Reserva Federal, según se dice, insinuó a la banca estadounidense que, de no adoptar el espíritu de la iniciativa Brady, se podría ver obligada a aumentar sus reservas.¹⁴ Por su parte, altas autoridades del Tesoro y de la Reserva Federal de los Estados Unidos tomaron una iniciativa inusitada: "invitaron" a los principales negociadores bancarios (entre ellos los presidentes de dos grandes instituciones de crédito) a Washington, D.C., para negociar un acuerdo de reducción del endeudamiento con las autoridades mexicanas. Es significativo que las respectivas reuniones se celebraran en una sala de conferencias del edificio del Tesoro. También el acuerdo costarricense contó con apoyo de alto nivel en el Tesoro de los Estados Unidos.¹⁵

En cuanto a incentivos tributarios y contables, hubo también hechos positivos durante 1989, los que se señalan a continuación.

Reino Unido. En agosto de 1989, las autoridades decretaron que la opción mexicana de bonos con descuento no necesitaría, inicialmente, reservas por posibles pérdidas; éstas sí se exigirían, en cambio, para las operaciones de bonos a tasas fijas y los nuevos préstamos. Existe así un claro incentivo para que los bancos del país participen en el ejercicio de reducción del endeudamiento.

Estados Unidos. En septiembre de 1989, las autoridades permitieron a los bancos no reducir automáticamente a su valor de mercado los préstamos reprogramados con arreglo al Plan Brady. La conversión de la deuda en bonos, con reducción del capital o de los intereses, podrá tratarse como una modificación de los contratos crediticios existentes. Así, los bancos sólo estarán obligados a reconocer pérdidas de capital si el total nominal de los futuros reembolsos fuera inferior al valor nominal de libro de los préstamos. Estas normas efectivamente hacen menos onerosa para los bancos la participación en las conversiones de bonos, con lo que se estimula la reducción de la deuda y su servicio.

Japón. En octubre de 1989, el Ministerio de Finanzas otorgó a los bancos del país beneficios tributarios en relación con las pérdidas que podría acarrear su participación en la conversión de deuda mexicana en bonos.

Francia. Las autoridades francesas eliminaron la obligación de castigar los activos en caso de aceptar bonos al valor nominal de la deuda. Tampoco mantuvieron la exigencia de reservas, si los bonos permanecían en la cuenta de inversión del banco. Asimismo, establecieron que se podrían cancelar a lo largo de la vigencia de la deuda reestructurada las obligaciones tributarias sobre aquellas reservas para posibles pérdidas por préstamos que sobrepasaran las requeridas para la reducción de la deuda.

En síntesis, la iniciativa Brady ha logrado progresos en un breve período. Sin embargo, para ser realmente eficaz en relación con sus metas explícitas, debe hacer todavía mucho más.

C. ALGUNAS LIMITACIONES DEL PLAN BRADY

Las expectativas de reducción de la deuda que se han creado en América Latina y el Caribe gracias al Plan deben tomar en cuenta los signos de falta de financiamiento, insuficiencias de coordinación y otras dificultades que aquejan a éste.

1. Insuficiencias de financiamiento

Son alrededor de 39 los países en desarrollo que podrían ser candidatos para reducir su deuda mediante la aplicación del Plan Brady. Los recursos públicos reunidos para apoyar ese proceso alcanzan a 30 000 millones de dólares, como ya se dijo. Un compromiso público de este alcance sólo puede reducir en forma modesta la deuda y su servicio en América Latina y el Caribe. De hecho, un simple ejercicio para ilustrar la posible asignación de los 30 000 millones de dólares a los países endeudados en desarrollo sugiere que el Plan sólo podría financiar entre 13 y 14% de reducción neta de los pagos por concepto de deuda e intereses en la región (anexo 2).

¹⁴ Erik Ipsen, "The embattled debt negotiators", *Institutional Investor*, septiembre de 1989, p. 87.

¹⁵ Véase Peter Kilborn, "How the Mexican debt pact was achieved", *New York Times*, 31 de julio de 1989, y *Latin Finance*, noviembre de 1989, p. 11.

Esta situación insinúa que existen al menos dos deficiencias graves. En primer lugar, con los actuales niveles de financiamiento del Plan, se plantea la imposibilidad de alcanzar, en un marco de acción voluntaria, una reducción del orden del 50 a 75%, que es la que la mayoría de los países de la región estima necesitar para eliminar el sobreendeudamiento, y que concuerda con los indicadores de los mercados secundarios.¹⁶ La reducción sería necesariamente muy parcial, salvo para un país que acaparara una proporción exagerada de los recursos disponibles. En segundo lugar, la aplicación del Plan Brady se limita a la deuda bancaria, lo que sólo significa una modificación marginal del peso del endeudamiento para aquellos países de la región cuyas obligaciones de este carácter sean modestas.

Cabe indicar que una reducción parcial del sobreendeudamiento, emanada de un Plan Brady insuficientemente financiado, traería consigo grandes ambigüedades e ineficiencias potenciales para todos los participantes en el proceso: países deudores, instituciones multilaterales de crédito, bancos comerciales y gobiernos acreedores.

a) *Los países deudores*

El actual nivel de financiamiento oficial del Plan Brady sólo permite una reducción parcial del peso del sobreendeudamiento. Esta beneficiaría en forma inequívoca sólo a los países en que la deuda no sea en realidad excesiva, o a aquellos que, a pesar del endeudamiento excesivo, se propongan cumplir con el servicio en los términos contractuales, sea cual sea el consiguiente costo social. Ellos perciben que el valor real de su deuda es igual a su valor nominal; toda oportunidad de retirar endeudamiento con un significativo descuento representa entonces un importante ahorro real. Estos países tendrían

grandes incentivos para utilizar fondos oficiales con este propósito. En efecto, los descuentos sobre la deuda demuestran que el mercado es incapaz de distinguir entre estos deudores y sus vecinos insolventes o no dispuestos a pagar. En tales circunstancias, para estos países podría ser difícil obtener nuevos préstamos bancarios, y la reducción de la deuda sería el modo más conveniente de maximizar la afluencia de recursos provenientes de mercados privados. En otras palabras, ante una falla sistémica en el mercado privado del crédito, podría incluso ser de interés para un país deudor solvente comportarse como si no lo fuera, y procurar reducir su endeudamiento a través del Plan Brady.

Por otra parte, los países cuya deuda excede su capacidad de servicio difícilmente podrían pensar que la mejor alternativa de asignación de sus escasas divisas sea la recompra parcial del sobreendeudamiento o su conversión en valores. Por una parte, el valor de su deuda es muy bajo, y tendría, en una u otra forma, grandes probabilidades de condonación.¹⁷ Por otra, la reducción parcial no pondría fin al problema de endeudamiento, ni a los fuertes descuentos sobre las obligaciones que queden pendientes. La masa crítica del sobreendeudamiento aún existente, y los consiguientes descuentos del mercado, seguirían siendo para los potenciales inversionistas una señal de incertidumbre respecto de la suerte de las obligaciones financieras del país y de su disponibilidad de divisas. Esta situación, a su vez, perpetuaría las condiciones que desincentivan el ajuste, la repatriación de los capitales, los nuevos créditos y la nueva inversión por parte del sector privado.

Es cierto que hay circunstancias en que una reducción parcial del sobreendeudamiento traería consigo importantes ventajas.¹⁸ No son

¹⁶ El sobreendeudamiento es aquella parte de la deuda que no puede servirse en forma sostenida si se quiere que el país alcance tasas adecuadas de inversión y crecimiento. La gama indicada de reducción de la deuda sobre las obligaciones bancarias necesaria para eliminar el sobreendeudamiento también se sugiere en simulaciones empíricas recientes respecto del efecto de la reducción de la deuda sobre el crecimiento económico. Véase CEPAL, *Crecimiento económico y endeudamiento externo en América Latina: las propuestas de reducción de la deuda en contraste con un financiamiento externo restringido* (LC/R.871), Santiago de Chile, febrero de 1990.

¹⁷ El valor marginal escaso o despreciable de una reducción fragmentaria de la deuda en el caso de países soberanos es demostrado analíticamente por Jeremy Bulow y Kenneth Rogoff, "The buyback boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity*, Nº 2, 1988, pp. 675 a 704.

¹⁸ Por ejemplo, la reducción parcial del sobreendeudamiento podría crear beneficios considerables en una situación en que ésta eliminara de una vez tensiones desestabilizadoras graves surgidas a raíz de la restricción de los pagos del servicio de la deuda de un determinado país.

las más generales, sin embargo. El rendimiento social de un préstamo para reducir una pequeña parte de la deuda es necesariamente problemático, dada la tradicional dificultad de obligar a un país soberano a hacer pagos, y los complejos vínculos existentes entre el sobreendeudamiento y el funcionamiento de la economía. Además, dado que la tasa social de descuento de un dólar es objetivamente alta en un país en desarrollo con escasez de divisas, la incertidumbre del rendimiento social de la reducción marginal de la deuda debe competir con el rendimiento más tangible que generalmente se espera de préstamos oficiales canalizados hacia su propósito original, es decir, apoyo de reformas económicas, importaciones, inversión y crecimiento. La asignación de recursos oficiales para la transformación de la deuda en valores y la recompra del sobreendeudamiento resulta inequívocamente conveniente sólo en la medida en que forme parte de una solución definitiva del problema de endeudamiento y de la excesiva transferencia de recursos al exterior. Este grave problema de asignación de recursos será un tormento para los países deudores mientras el Plan Brady carezca de financiamiento suficiente.

La falta de financiamiento del plan crea también otro problema potencialmente grave para los deudores: la mayor rigidez en la administración del propio sobreendeudamiento. En el Plan Brady, la deuda con los bancos comerciales se reduce aumentando las obligaciones multilaterales. Las instituciones multilaterales se consideran acreedores preferenciales, y sus préstamos no están sujetos a reprogramación, con lo que disminuyen las opciones del deudor. Cuando el medio empleado es convertir la deuda en bonos, la rigidez se hace todavía mayor. Si se elimina sólo en forma parcial el sobreendeudamiento, el resto sigue siendo muy problemático para los acreedores, en tanto que la deuda transformada en valores es difícil de reprogramar. Si no se puede cumplir con el servicio de ésta al valor nominal, el país se ve en la incómoda disyuntiva del incumplimiento en relación con bonos garantizados mediante recursos prestados por

el FMI y el Banco Mundial. El incumplimiento, además, estropea la impecable imagen de los deudores de América Latina y el Caribe en los mercados internacionales de bonos, que se ha mantenido durante los últimos 40 años, y estimula las represalias de los tenedores de bonos, que suelen ser acreedores particularmente difíciles.

b) *Instituciones multilaterales de crédito*

Una reducción parcial del endeudamiento financiada por préstamos multilaterales también puede crear problemas serios a las instituciones multilaterales de crédito. Estas, por su orientación hacia el desarrollo y el financiamiento de las balanzas de pagos, deben enfrentar los mismos problemas de asignación de recursos a que ya se ha hecho referencia en relación con la insuficiencia del financiamiento del Plan Brady. Además, quedan en situación de tener que asumir, en forma gratuita, un riesgo que podría perjudicar su cartera de créditos.

De hecho, se está pidiendo a las instituciones multilaterales de crédito que aceleren el crecimiento de sus compromisos en los países con problemas de endeudamiento, a fin de contribuir al retiro de los bancos privados. En caso de una solución definitiva al problema de la deuda, este procedimiento sería razonable. Sin embargo, el financiamiento multilateral de una reducción parcial del sobreendeudamiento significa que estas instituciones, en vez de resolver el problema de la deuda, aumentan su participación en él. El riesgo potencial para estos acreedores es muy claro. De hecho, Moody's, una de las principales oficinas de calificación de solvencia de Wall Street, ha expresado ya preocupación respecto de los efectos de los programas de reducción de la deuda sobre la calificación AAA de un banco multilateral de desarrollo.¹⁹

c) *Los bancos comerciales*

Un Plan Brady desfinanciado no podrá hacer gran cosa por recuperar para la región la confianza del sistema crediticio internacional. Los círculos bancarios han hecho gran caudal de los supuestos efectos negativos del Plan

¹⁹ Véase Thomas Kampffmeyer, "The Brady Plan: a way out of the debt crisis?", Berlin, German Development Institute, julio de 1989, p. 26.

sobre los nuevos préstamos de los bancos comerciales.²⁰ Se exagera un poco, sin embargo: mucho antes de proponerse el Plan, era excepcional que se otorgaran préstamos bancarios considerables a los deudores con problemas. Es improbable que los nuevos préstamos, sean voluntarios o no voluntarios, tengan gravitación importante en la actual etapa del manejo del problema de la deuda, por cuanto los mercados secundarios ofrecen la deuda antigua con grandes descuentos, y los bancos ya cuentan con reservas muy grandes contra posibles pérdidas por préstamos.²¹

Parece probable, entonces, que en un futuro inmediato la reducción sea uno de los principales medios para obtener financiamiento privado en los países con problemas de deuda. Los mercados secundarios han confirmado ya que el valor real de los préstamos bancarios de los años setenta es muy inferior a su valor nominal; sin embargo, reconocer cuál es el valor real de un activo es siempre una experiencia dolorosa y difícil para los bancos, que funcionan en mercados sumamente competitivos y tienen un alto nivel de apalancamiento de activos en relación con su capital.²² Sin embargo, mientras antes se formalice la pérdida y se cancele una obligación sobrevaluada, antes podrán los bancos – y el mercado privado de

créditos en general – dejar atrás el problema de la deuda. Más aún: una vez que se despeje el sobreendeudamiento del mercado, las nuevas oportunidades de crecimiento y de utilidades en los países deudores, junto con la fragilidad de la memoria, crearán circunstancias objetivas para que los inversionistas extranjeros privados retornen gradualmente a la región. Esta es, al menos, la experiencia histórica de los ciclos del crédito.

Lamentablemente, un Plan Brady desfinanciado no acelerará mucho este proceso de renovación. La reducción, al no contar con suficientes fondos, dejará pendiente gran parte del exceso de deuda, con lo cual el problema seguirá complicándose durante años y años. Más aún: la transformación de la deuda en valores en el marco de un Plan desfinanciado de hecho podría magnificar los problemas que el mercado percibe en América Latina y el Caribe, postergando aún más la recuperación de la solvencia.

Se estima mayoritariamente que los llamados "bonos Brady", emitidos en la conversión de la deuda, se encontrarán con resistencias en el mercado. Puesto que el Banco Mundial y el FMI han evitado intencionalmente involucrarse en forma directa en estas conversiones, el principal factor que distingue el nuevo bono de la antigua

²⁰ Véase, por ejemplo, William Orme Jr., "Mexico makes a deal", *Latin Finance*, septiembre de 1989, p. 24.

²¹ Hay menos incentivos para otorgar préstamos no voluntarios en la medida en que los bancos hayan disminuido su vulnerabilidad ante el incumplimiento. Mayores capitales y reservas podrían por cierto mejorar la disposición a prestar, por cuanto los riesgos disminuirían; pero tal perspectiva es de largo plazo. Incluso en esta perspectiva, el acceso de la región a los préstamos bancarios puede verse limitado por cambios en la estrategia de cartera de estas instituciones. El efecto del capital y las reservas sobre el crédito bancario se estudia en Jack Guttentag y Richard Herring, "Accounting for losses on sovereign debt: implications for new lending", Princeton, New Jersey, University of Princeton, Department of Economics, *Essays in International Finance*, N° 172, mayo de 1989. Las perspectivas de largo plazo del crédito bancario en la región se analizan en Alfred Watkins, "Perspectivas latinoamericanas en los mercados financieros", *Revista de la CEPAL*, N° 37 (LC/G.1547-P), Santiago de Chile, abril de 1989, pp. 51 a 72.

²² Esto se produce porque cada dólar de capital apoya hasta 18 veces su valor en activos. En consecuencia, la pérdida de un dólar en capital reduciría el valor máximo de activos que obtienen intereses. Véase Michel Bouchet y Jonathan Hay, "Overview of banking regulation in OECD countries and the potential accounting and fiscal obstacles to negotiated market-based debt restructuring", Washington, D.C., Banco Mundial, 1989, p. 7.

deuda es el monto de garantías en dinero con que cuenta. Pero la plena garantía del capital de un bono, que caracteriza las operaciones de conversión propias del Plan, ofrece relativamente poca compensación para los inversionistas. Por ejemplo, para un bono a 30 años, con un solo vencimiento, podría representar sólo 20% del valor actual descontado del instrumento.²³ Así, es la corriente de pagos de intereses lo que constituye la mayor parte del valor de una obligación de largo plazo de este tipo.

Se espera por ahora, sin embargo, que los fondos del Plan Brady sólo puedan ofrecer garantías deslizantes para uno o dos años de pagos por concepto de intereses. Los mercados de bonos parecen reflejar cierta incomodidad con este tipo de garantías, y tener dificultades para valorizarlas: es prácticamente imposible saber cuándo se podrá hacer uso de la opción, no renovable, de esta garantía. Su valor para los inversionistas, por lo tanto, es relativamente escaso.²⁴ Se trata además de un medio ineficiente, por cuanto en términos de valor actual, el costo para el prestatario de pagar garantías en un primer momento, para cubrir los pagos de intereses desde el primer año de vigencia del bono, excede el probable beneficio que esto acarrearía para el tenedor, que puede valorizar la garantía para los pagos de intereses de cualquiera de los años siguientes.²⁵

El limitado valor de las garantías sobre los "bonos Brady", junto con la complejidad de su estructura, puede afectar su eficiencia como instrumentos financieros.²⁶ En primer lugar, se espera que el bono, recibido del país deudor por los bancos con un descuento, se transe a su vez con otro gran descuento en el mercado.

Según cuál sea el grado de desconfianza que inspiren los bonos en el mercado, el valor total que se pierde en la conversión de deuda en bonos podría ser superior al que se habría perdido si se hubiera procedido a vender en dinero el préstamo original, en el mercado secundario.²⁷ Así, en la conversión de deuda en bonos con un descuento de, por ejemplo, 35%, la pérdida económica registrada por el banco será muy superior a la reducción de la deuda que obtenga el país.²⁸

En segundo término, algunos expertos prevén que los "bonos Brady" no tendrán liquidez, ni aun respecto de los préstamos existentes, lo que eliminaría uno de los principales atractivos que tiene para los bancos la transformación de la deuda en valores. Dada la incómoda estructura que presentan estos bonos, los mismos expertos piensan que pasarán varios años antes que se supere la resistencia de los inversionistas y pueda desarrollarse un mercado real para ellos. Si así sucede, en el futuro inmediato los "bonos Brady" se transarán principalmente entre bancos, lo que retardaría aún más la ampliación de la base de inversiones en América Latina.²⁹

d) Los gobiernos acreedores

La falta de financiamiento del Plan crea dificultades también para los gobiernos acreedores que lo auspician. Puesto que son los principales accionistas de las instituciones multilaterales de crédito, todos los préstamos se hacen, en último término, por su cuenta y riesgo. Como ya se dijo, incrementar los préstamos oficiales sin lograr resolver el problema subyacente no es sino una

²³ Se trata de un orden de magnitud estimado en forma muy general, ya que el valor real relativo del capital garantizado depende de las tasas de descuento que se apliquen. Cálculos del valor del bono mexicano del Plan Brady se presentan en Michael Pettis, "Putting a price on Mexico's Brady bonds", *Latin Finance*, septiembre de 1989, p. 23.

²⁴ *Ibid.*, y "Banking on the future", *Euromoney*, septiembre de 1989, pp. 251 a 253.

²⁵ Un excelente análisis de este aspecto se encuentra en Kenneth Telljohann, "Implementing the Brady Plan: rolling interest guarantees", Nueva York, Salomon Brothers, 28 de junio de 1989, pp. 4 a 6. La forma de superar esta ineficiencia es establecer un fondo general de garantías sobre el pago de los intereses.

²⁶ Algunos inversionistas llaman "Frankenbonos" a los bonos Brady. Aluden, por cierto, al conocido monstruo creado por el Dr. Frankenstein y popularizado en el cine. Véase *Euromoney*, *op. cit.*

²⁷ Se prevé que los descuentos sobre los bonos mexicanos pueden ser muy grandes; por ejemplo, entre 40 y 45% sobre el bono descontado y 60% sobre el bono con tipo de interés fijo. Véase *ibid.*, Telljohann, *op. cit.*, y Pettis, *op. cit.* Debe observarse además que, dada las insuficiencias de los mercados secundarios, no todos los bancos podrían vender a los precios que actualmente se ofrecen por los préstamos de los países en desarrollo.

²⁸ Si el descuento del bono en el mercado ha de reconocerse o no es una materia que depende de las autoridades normativas y contables.

²⁹ Véase *Euromoney*, *op. cit.*, p. 252, y Telljohann, *op. cit.*, p. 6.

transferencia gratuita del riesgo al sector público. Además, la composición de las organizaciones multilaterales de crédito, en cuanto a los gobiernos que las integran, difiere mucho de la distribución geográfica de los bancos con compromisos en América Latina y el Caribe; cualquier deterioro en la cartera de préstamos podría representar una redistribución políticamente delicada, entre los gobiernos acreedores, de los costos del problema de la deuda.³⁰ Los gobiernos acreedores enfrentan otros problemas, además de los costos de una estrategia ineficiente de manejo de la deuda: pérdida de exportaciones y de empleos, presión de migrantes y posibles problemas de política exterior.

En suma, y a pesar de sus buenas intenciones, el Plan Brady sin cabal financiamiento (como ahora), crea costos para todos los participantes, mientras sus beneficios son en el mejor de los casos inciertos. Por cierto, no se obtiene de esta manera un medio propicio para un enfoque de cooperación sostenida en torno al problema. Las ineficiencias del esquema aumentan innecesariamente las tensiones, y terminan por postergar el proceso de renovación del sistema económico mundial.

2. Falta de coordinación

Oficialmente, el Plan Brady es un marco de referencia voluntario. De hecho, sin embargo, un esquema realmente voluntario no podría funcionar; para lograr la reducción de la deuda, los gobiernos acreedores deberán ejercer con firmeza la coordinación del proceso.

Se ha dicho que los bancos no tienen disposición para reconocer pérdidas. Tratándose además de instituciones que funcionan con un alto apalancamiento de activos en relación con su capital, puede haber incentivos financieros para demorar el reconocimiento.³¹ Por otra parte, las normas bancarias, las consideraciones tributarias y las

presiones de la competencia entre bancos pueden inducir a una institución a amortizar un crédito en libros, ya sea en forma total o parcial.³² Sin embargo, el hecho de eliminar un crédito en libros pasándolo a la cuenta de pérdidas y ganancias, no extingue los derechos del acreedor ante el deudor. Desde el punto de vista bancario, en el caso de muchos prestatarios, especialmente de carácter soberano, siempre existe la posibilidad –aunque sea remota– de recuperación. Por ello existe incluso en el balance de los bancos, en la cuenta de reservas para pérdidas por préstamos, un rubro llamado "recuperación".³³ Por si persistieran dudas al respecto, un importante vocero de la banca reafirmó la vigencia de las obligaciones, diciendo que las reservas por concepto de pérdidas por préstamos reflejan prudencia y prácticas contables conservadoras; no liberan a los prestatarios de sus obligaciones contractuales de servir la deuda, ni a los bancos de su obligación fiduciaria de cobrarla. Lo mismo sucede con las reducciones o las eliminaciones del valor en libros y otras valoraciones contables que sean inferiores al valor nominal.³⁴

Para que el país reciba efectivamente el beneficio de la reducción del valor de su deuda, ésta no sólo debe ser cancelada por los bancos acreedores; estos deben también liquidar la obligación en forma oficial, a un valor igual o semejante a su valor de mercado. Este es el papel que cumplen los acuerdos de reducción de la deuda. Sin embargo, para cada banco, considerado en particular, existen muy pocos incentivos para deshacerse de una obligación; con ello sufren pérdidas contables, o pierden la oportunidad de recuperaciones inesperadas. Saben, además, que si se deshacen de una obligación mediante el proceso de reducción de la deuda, mejoran las oportunidades de pago para sus competidores. Como lo ha señalado con gran agudeza un estudioso, en el

³⁰ Véase Kampffmeyer, *op. cit.*, p. 8.

³¹ Como se dijo antes, un dólar de capital sirve de base a múltiples activos que generan intereses. Al postergar el reconocimiento de una pérdida que reduce el capital se pueden obtener ciertas utilidades.

³² Puede ser que un banco cancele o anule préstamos problemáticos con miras a demostrar su capacidad para soportar pérdidas, lo que le daría una ventaja en la competencia con los inversionistas en la bolsa.

³³ Guttentag y Herring, "Accounting for losses on sovereign debt:...", *op. cit.*, p. 7.

³⁴ Véase The Institute of International Finance, Inc., "The way forward for middle income countries", Washington, D.C., enero de 1989, p. 15.

marco de un acuerdo sobre deuda la peor opción del prestatario es la mejor para el acreedor, considerado individualmente; y ésta es no hacer nada, ni para reducir la deuda ni para otorgar nuevos recursos, sino encontrarse, al final, con un crédito mejorado.³⁵ Este es, de hecho, el problema del oportunismo (llamado *free riding*, en inglés). En el caso de los mercados internos de los países, ha llevado a los tribunales de quiebras a la práctica de distribuir en forma organizada, entre los diferentes acreedores, los costos y los beneficios de una liquidación.

En síntesis, en el plano de cada institución en particular se ven pocas razones para liquidar obligaciones. Apelar a objetivos de política exterior o de patriotismo, para lograr reducir la deuda, tampoco parece muy efectivo de parte de los gobiernos acreedores; los bancos saben bien que responden, antes que a nadie, a sus accionistas. En consecuencia, es necesario ejercer una presión cortés pero firme sobre los bancos para que procedan a reducir en forma considerable el endeudamiento. Esto sólo puede conseguirse si existe clara firmeza de parte del sector público internacional.

El Plan Brady ha mostrado ya un resultado positivo, que consiste en que los gobiernos acreedores y las instituciones multilaterales de crédito han orientado sus preocupaciones hacia la transferencia de recursos al exterior y el excesivo nivel de la deuda. Se dijo antes que las presiones oficiales ejercidas sobre los bancos para concretar acuerdos en los primeros casos de aplicación del Plan fueron de gran magnitud: resulta muy dudoso que los gobiernos acreedores y las instituciones multilaterales de crédito puedan dedicar el mismo tiempo y energía a una campaña similar en el caso de 39 o más países en desarrollo. En otras palabras, si la reducción del endeudamiento queda sujeta a los avatares de las presiones oficiales, se crean condiciones para un proceso prolongado, muy incierto y carente de simetría en cuanto a la distribución de sus resultados entre los países.

No existe, por lo tanto, otra alternativa que un marco institucional coherente en que la oferta de reducción de deuda por parte de un país -dentro de un programa de ajuste

estructural con apoyo oficial- no pueda ser rehusada por la mayor parte de los bancos. El marco debe incluir incentivos para un comportamiento socialmente conveniente, y sanciones para un oportunismo antisocial. Hasta ahora, el Plan Brady carece de una estructura coherente como la descrita.

Se sabe que las prácticas normativas, contables y tributarias de los bancos a veces constituyen obstáculos para la rápida eliminación de las obligaciones de los países en desarrollo.³⁶ Algunas disposiciones sobre estas materias, que se enumeraron antes, constituyen hechos positivos. Sin embargo, se han adoptado en forma casuística, vinculadas a determinadas transacciones; los bancos enfrentan aún muchas incertidumbres respecto de las ramificaciones normativas, contables y tributarias de la negociación de diversas formas de reducción de la deuda. Además, dada la resistencia de la banca a una reducción de gran volumen y con grandes descuentos, es evidente que los avances al respecto podrían reforzarse mediante otras medidas.

La propuesta del Plan Brady respecto de los compromisos de financiamiento del FMI es potencialmente un instrumento valioso para coordinar el proceso de reducción de deuda. La disposición demostrada por el Fondo de tolerar los atrasos como medio de financiar la balanza de pagos, en circunstancias en que los bancos se rehusan a reducir la deuda en montos apropiados, puede traer consigo múltiples ventajas. En primer lugar, se obtendría un financiamiento residual muy necesario, que permitiría al Fondo introducir una condicionalidad socialmente más eficiente en sus programas de ajuste. En segundo lugar, una protección oficial del Fondo para los saldos en mora mitigaría el efecto negativo que éstos ejercen sobre la inversión privada, especialmente de los residentes del país deudor. En tercer término, y como ya se dijo, sería un elemento más de presión para que los bancos liquidaran sus obligaciones con los deudores problemáticos.

El programa de compromisos de financiamiento propuesto por el Plan Brady es muy laudable. Queda por verse, sin embargo, hasta dónde se comprometerá el Directorio Ejecutivo del Fondo con la eliminación del

³⁵ Véase Richard Weinert, "Comments on the Brady Plan", Nueva York, noviembre de 1989.

³⁶ Hasta el momento, las consideraciones más útiles sobre este tema se encuentran en Bouchet y Hay, *op. cit.*

sobreendeudamiento. En algunas negociaciones recientes, el fuerte compromiso inicial de hacer desembolsos aunque no existiera previamente un acuerdo de crédito parece haberse debilitado, debido a la preocupación sobre potenciales ramificaciones de períodos muy prolongados de mora. En este aspecto, la política del FMI es un tema muy delicado. No obstante, cabe observar que una aplicación poco decidida de la propuesta del Plan Brady sobre compromisos de financiamiento afectará la eficacia de la estrategia de manejo de la deuda.

En síntesis, las deficiencias del Plan Brady, en materia de insuficiencia de fondos y de falta de coordinación, tienen carácter muy grave. A ellas se suman dificultades administrativas,

tales como la incertidumbre de poder concentrar al inicio de un crédito la mayor parte del financiamiento oficial para garantizar préstamos, y la división artificial de estos fondos entre los asignados a la reducción de capital y los asignados a la reducción de intereses. Para el Plan, estos son problemas que contribuyen a la prolongación de las negociaciones y a las enormes demoras en la aplicación de los conjuntos de medidas de reducción de deuda. También plantean legítimas inquietudes respecto de la capacidad del Plan para eliminar el sobreendeudamiento. De hecho, las deficiencias anotadas han generado frustraciones que ya comienzan a traducirse en declaraciones sobre el deceso del Plan.³⁷

³⁷ Véase Peter Truell, "Brady strategy rest in peace", *Wall Street Journal*, 22 de enero de 1990.

IV. HACIA EL EXITO DEL PLAN BRADY: ALGUNAS PROPUESTAS DE MEDIDAS CORRECTIVAS

A. SEIS PROPUESTAS BASICAS

Pese al escepticismo creciente creado en torno al Plan Brady, conceptualmente es un paso importante en la dirección correcta y contiene muchos de los ingredientes de una solución. Además, el Plan ha hecho progresos importantes en un período relativamente breve. Sin embargo, para que la nueva iniciativa tenga éxito en eliminar con rapidez el sobreendeudamiento y la transferencia excesiva de recursos, es evidente que hay que fortalecerla. Para ello, se enuncian seis propuestas básicas que, de ejecutarse, podrían contribuir a un proceso de reducción de la deuda más eficiente y efectivo en América Latina y el Caribe. Dado el carácter sistémico de estas propuestas, su negociación y ejecución exigen no sólo la acción concertada de los acreedores, sino también la de los países deudores. Las propuestas constituyen un marco general dentro del cual puede aplicarse con éxito el enfoque caso por caso.

1. Triplicar los recursos públicos para apoyar la reducción del endeudamiento hasta un monto de 90 000 millones de dólares

De hecho se podría lograr una reducción de la deuda de 50% o más sin ningún uso directo de los recursos públicos. Si los gobiernos acreedores desean realmente alcanzar un nivel predeterminado de reducción de la deuda, probablemente tendrán la capacidad de coercionar a sus bancos comerciales para que

se conformen a este Plan. Pero es evidente que hay costos políticos y económicos importantes derivados de perseguir una estrategia tan abiertamente combativa.

Puede que los bancos no acaten pasivamente el mandato de reducir sustancialmente la deuda. Es indudable que podrían movilizar agresivamente sus fuerzas políticas en el mercado interno. Además, podría haber pleitos difíciles y embarazosos en los tribunales. Según lo señala el Institute of International Finance que agrupa a bancos comerciales:

Es evidente que cualquier alivio obligatorio de la deuda provocaría serias complicaciones legales. En los Estados Unidos, la cancelación obligatoria y sin más trámites de la deuda sería una toma inconstitucional de la propiedad a menos que se ofreciera una compensación pronta, adecuada y efectiva. Los planes destinados a encubrir la toma de la propiedad para evitar una confrontación constitucional serían impugnados en los tribunales. Si en los debates se concluyera en la existencia de una toma sin compensación, el plan se consideraría inconstitucional. Aunque no todas las jurisdicciones brindan una protección constitucional, o exigen los mismos requisitos de compensación pronta, adecuada y efectiva, la toma de una propiedad sin compensación se considera igualmente abominable y merecedora de compensación. En este entendido, toda toma de esta índole exige que los gobiernos otorguen una compensación.¹

Aparte de las consideraciones legales, otra razón de que los bancos se resistan a efectuar

¹ The Institute of International Finance, Inc., "The way forward for middle income countries", Washington, D.C., enero de 1989, p. 20.

descuentos considerables sin compensación sobre los préstamos otorgados a los países en desarrollo es que la reducción de la deuda complicaría el manejo de sus balances. Pese a la mejor posición de reservas de la mayoría de los bancos, algunos sistemas bancarios nacionales en la región de la OCDE están subcapitalizados y serán muy presionados para cumplir en 1992 con los requisitos de capital ponderados según el riesgo, que fueran introducidos por el Comité sobre reglamentación y prácticas de supervisión bancarias con sede en Basilea.² Según una estimación, si los bancos eliminaran de sus libros el 60% de lo que les adeudan los países en desarrollo, 17 de los 25 bancos más grandes del mundo no cumplirían con estos requisitos mínimos de capital. Moody's también ha expresado la opinión de que la reducción drástica de la deuda de los países en desarrollo pondrá en aprietos a muchos bancos.³ Además, estos tipos de ejercicios suponen también que el resto de los activos de los bancos son estables y no demandarán capital. Sin embargo, tal vez no siempre sea así. Por ejemplo, un estudio reciente sugiere que las convenciones contables y otras prácticas han encubierto un deterioro más bien general de la banca estadounidense que podría rivalizar con la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo de ese país.⁴ Así, aunque la mayoría de los bancos están en mejor posición para absorber una reducción sustancial de la deuda, ésta seguirá siendo un proceso económicamente doloroso para muchas instituciones. Las garantías públicas integrales por la deuda bancaria remanente tras una reducción sustancial serviría por lo menos para fortalecer las carteras de los

bancos y mitigar el impacto sobre los requisitos de capital.⁵

Otro factor que debe considerarse es la competitividad internacional; la reducción de 50% o más de la deuda no sería absorbida de manera uniforme por los sistemas bancarios nacionales porque algunos de ellos están mejor preparados para asumir las pérdidas que otros. En particular, los bancos estadounidenses están en clara desventaja frente a sus competidores europeos y japoneses, que han obtenido utilidades netas imprevistas debido a la valorización de los tipos de cambio que han disminuido el peso de la deuda regional en su cartera de activos.

Por último, también podría considerarse el aspecto de la equidad. Se recuerda que tanto los bancos como los deudores se involucraron en un problema sistémico que condujo a la falla del mercado. Los bancos estaban claramente motivados por el lucro, pero las políticas normativas, macroeconómicas y exteriores contribuyeron también como señales sobre dónde y cuánto prestar. En otras palabras, cabe recordar que la reglamentación laxa, las actitudes oficiales complacientes respecto al reciclaje de los petrodólares, la fe en la eficiencia del libre juego de los mercados internacionales de capital y los cambios abruptos en la política macroeconómica mundial contribuyeron también a los problemas de deudores y acreedores.

Naturalmente que los países deudores pueden mostrarse indiferentes a muchas de las cuestiones relativas a la compensación por la reducción de la deuda. Lo que les interesa es la eliminación del sobreendeudamiento; cómo la van a lograr los gobiernos acreedores es un asunto que les compete a estos últimos y a sus

² En 1992 los bancos de Japón, América del Norte y Europa tendrán que poseer un capital primario (nivel 1) "mínimo", o un capital accionario, igual al 4% de sus activos ponderados según el riesgo. El capital secundario, constituido por la deuda subordinada, las reservas para pérdidas por préstamos y otras partidas, será igual al 4% de los activos de riesgo ponderado, lo que da un coeficiente de capital mínimo global de 8%. La ponderación de riesgos para los activos varían entre 0 y 100%. En un extremo, los préstamos otorgados a los gobiernos centrales de los países que integran el acuerdo tienen una ponderación de riesgo cero. Las acreencias no garantizadas del sector externo, comprendidos los préstamos otorgados a los países en desarrollo, con un vencimiento a más de un año plazo tienen una ponderación de 100%. Véase Thomas Hanley, Aaron Gurwitz y Jay Weintraub, "International Bank Capital Adequacy Proposals: Our Initial Thoughts", Nueva York, Salomon Brothers, enero de 1989.

³ Véase James JcDermott Jr., "Banks and Debt Reduction: Legal, Regulatory, Accounting and Tax Issues", Nueva York, Keefe Bruyette and Woods, Inc., octubre de 1989, cuadro 2 y Moody's "The LDC Debt Problem", Nueva York, 30 de agosto de 1989.

⁴ Véase R. Dan Brumbaugh, Andrew Carrion y Richard Litan, "Cleaning up the depository institutions mess", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, 1989, pp. 250 a 258; *The Economist*, "The once-welcome properties of America's banks", 9 de diciembre de 1989, p. 83, y Michael Quint, "Banks are expected to have difficult year", *New York Times*, 5 de febrero de 1990.

⁵ Esto obedece a que las garantías podrían disminuir las ponderaciones por riesgo de los activos restantes.

constituyentes políticos. No obstante, hay que ser escéptico acerca de las posibilidades que tienen los gobiernos acreedores de forzar con rapidez a los bancos comerciales a reducir la deuda en la magnitud mencionada en este estudio. Como se sabe, en las sociedades democráticas avanzadas construidas sobre la base del consenso, una intervención pública tan autoritaria en los asuntos de todo un sector económico es bastante inusitada, salvo en estados de emergencia nacional. Por ende, es más realista suponer que la reducción necesaria de la deuda surgirá pronto sólo si se aplican políticas que signifiquen tanto incentivos como sanciones de envergadura.

Un gran incentivo para los bancos es la valorización integral de la deuda remanente tras una reducción drástica que elimine el sobreendeudamiento en los países en desarrollo cooperantes. Los bonos con garantías integrales sobre el capital e intereses permitirían que los directores de bancos justificaran mejor frente a sus accionistas la condonación de la deuda que implica la renuncia formal a una acreencia. Esto es debido a que los bancos recibirían un beneficio muy tangible y visible por el hecho de acceder a la condonación que sus accionistas y ejecutivos abominan por tradición: un activo sólido que les permitiría a ellos y a sus revisores de cuentas olvidarse del problema de la deuda de una vez por todas. Estos bonos plenamente garantizados se transarían con facilidad en el mercado con poco o ningún descuento y así se ampliaría la base de inversionistas de la región. Además, los bancos que desearan preservar una relación de largo plazo con la región podrían mantener fácilmente los bonos en su cuenta de inversiones pues las ponderaciones por riesgo a que están sujetos, para fines de requisitos de capital, sería muy inferior a la ponderación de 100% impuesta a la deuda no garantizada de los países en desarrollo. Asimismo, al permitir que el mercado deje de lado el problema de la deuda de los países en desarrollo, las garantías integrales podrían augurar el día en que pudieran restablecerse las relaciones crediticias normales.

El arreglo propuesto no sería posible sin grandes sacrificios para los bancos. Después de todo, tendrían que reducir la deuda en forma muy considerable para que sus títulos reflejaran con mayor fidelidad los verdaderos valores de mercado. Además, en realidad tales garantías no serían muy costosas para el sector público: mientras la deuda se redujera a niveles susceptibles de servirla, la mayoría de las garantías no serían más que pasivos contingentes.

¿Cuánto costarían las garantías públicas para la deuda problema del Tercer Mundo? Utilizando como pauta los precios del mercado secundario vigentes antes del Plan Brady, se estima que bastarían 90 000 millones de dólares, es decir, un monto equivalente al triple de los niveles de financiamiento actuales.⁶ Esta suma representaría la masa crítica de recursos públicos necesaria para señalarles a los países deudores calificados y a todos los participantes en el mercado que los esfuerzos serios de ajuste pueden de hecho ser respaldados por una reducción sustancial de la deuda, lo que elimina efectivamente el problema del sobreendeudamiento. Además, los 90 000 millones de dólares de financiamiento no serían excesivamente onerosos porque se repartirían al menos entre 10 países industrializados y el capital pagado no sería superior entre 5 y 10% del total.⁷

En suma, si la necesaria reducción de la deuda pudiera lograrse por mandato, no se requeriría ningún desembolso público directo de recursos. Esta es una manera plenamente aceptable de eliminar el sobreendeudamiento de los países en desarrollo. Pero en las sociedades desarrolladas estructuradas por consenso, es difícil imaginar que pudiera obligarse con rapidez a los bancos a efectuar reducciones no compensadas de la magnitud requerida. Tal vez la presión pública tendría más éxito en inducir la reducción sustancial de la deuda si se combinara con el ofrecimiento de un incentivo importante, en forma de un respaldo integral de la deuda que se haya reducido a niveles que permitan servirla. Además, el grueso de los recursos públicos

⁶ Véase el anexo 3.

⁷ Como se indica en el anexo 3, en muy contados casos existe la oportunidad de economizar los recursos fiscales si se limitan las garantías públicas a los pagos de intereses reducidos temporalmente —por ejemplo, durante un período de mediano plazo de unos cinco años—, sin garantizar el capital reprogramado. Sin embargo, este tipo de solución sólo prosperaría en condiciones muy especiales (anexo 3) y, por tanto, no permite eludir la urgencia de establecer el plan de financiamiento integral ya descrito.

destinados a respaldarla serían verdaderamente "adicionales" a la asistencia para el desarrollo ya existente, y deberían ser tal vez en forma de garantías directas, en vez de préstamos oficiales que generan su propia carga de servicio de la deuda. Si se supone que la deuda se ha reducido a niveles que permiten servirla, las garantías serían pasivos contingentes en que el costo efectivo para el sector público sería relativamente menor, a la vez que se repartiría entre un gran número de gobiernos acreedores. Por último, la aplicación de garantías no sería revolucionaria puesto que, como se señala en el capítulo 2, refleja sencillamente las políticas aplicadas por los gobiernos acreedores en su mercado interno cuando hay problemas de endeudamiento de proporciones sistémicas.

2. Asignar el financiamiento oficial en forma más flexible

Se recuerda que ya se han impartido directrices para destinar los recursos del FMI y del Banco Mundial a financiar la reducción de la deuda. Sin embargo, estos recursos se dividen hoy arbitrariamente entre préstamos para garantizar el pago del capital o las recompras y préstamos para garantizar los intereses. Este arreglo obstaculiza las operaciones de reducción de la deuda porque la compartimentación de fondos restringe la configuración de todo acuerdo de reducción del endeudamiento. Hay países deudores que desean concentrar todo su financiamiento disponible en una recompra directa; o, en vista del valor actual relativamente reducido del capital en bonos, destinar gran parte de los préstamos oficiales a ampliar las garantías de los intereses sobre esos bonos. Esto resultaría difícil en las actuales circunstancias.

Asimismo, resulta claro que para que la deuda se reduzca pronto, los recursos públicos para garantías tienen que concentrarse en una primera etapa. Las instituciones multilaterales de crédito han mostrado cierta flexibilidad en los casos piloto de reducción de la deuda, pero

no obstante siguen restringiendo la concentración inicial de todo el financiamiento disponible. La incertidumbre respecto a la concentración inicial de los recursos genera demoras costosas en las negociaciones porque las partes tienen que destinar tiempo a persuadir a las instituciones oficiales de crédito para que entreguen sus recursos y deban explorar también las formas de cubrir el financiamiento que se retiene. Además, las inquietudes que despierta un probable riesgo moral serían exageradas, pues el grueso de los desembolsos crediticios multilaterales está vinculado al financiamiento del desarrollo y del balance de pagos, que dependen del desempeño económico.

3. Apresurar la eliminación de los obstáculos legales, normativos, contables y tributarios que se oponen a la reducción de la deuda

Este tema que es extremadamente complicado, se vuelve aún más complejo por el hecho de que toda revisión integral tiene que ocuparse de la situación concreta de 10 o más países acreedores. Aunque se evita un comentario detallado sobre la situación de los diferentes países acreedores, se bosquejan a continuación algunas sugerencias generales.⁸

Una propuesta importante de carácter jurídico ya ha sido formulada por el propio Plan Brady: la supresión general de las cláusulas de prorrateo y de abstención en los contratos de préstamo. Sin embargo, al parecer el Plan se ha retractado de la propuesta debido a la crítica de los bancos y a las advertencias de que cualquier eliminación de las cláusulas podría alentar a los acreedores a acudir a los tribunales para embargar los activos de los deudores problemáticos con atrasos. Esta última inquietud se plantea porque mientras la cláusula de prorrateo esté en vigor los bancos tienen menos alicientes para absorber los costos de una acción judicial; puesto que tendrían que compartir con otros acreedores cualquier ingreso proveniente de las diligencias

⁸ Ultimamente, han surgido algunos estudios sobre los obstáculos normativos, contables y tributarios que se oponen a la reducción de la deuda. El estudio más cabal es el de Bouchet y Hay, "Overview of banking regulations in OECD countries and the potential accounting and fiscal obstacles to negotiated market-based debt restructuring", Washington, D.C., Banco Mundial, 1989. Véase asimismo Stephany Griffith-Jones, "European Banking Regulations and Third World Debt: The Technical, Political and Institutional Issues", Brighton, Inglaterra, Institute of Development Studies, septiembre de 1989, y Mary Williamson, "The Role of Banking Regulations in Third World Debt Strategies", Washington, D.C., Overseas Development Council, mayo de 1988.

procesales, aunque estos últimos hubieran sido meros observadores.

Es indudable que la supresión de estas cláusulas posee cierto mérito. Dada la disparidad de las condiciones financieras de los bancos, y sus diferentes entornos normativos, contables y tributarios (NCT, un deudor capaz de entablar negociaciones bilaterales podría acelerar el proceso de reducción de la deuda. Por otra parte, también es atendible la inquietud por lo que podría ocurrir si se suspendieran las cláusulas. No obstante, interesa señalar que las dificultades legales potenciales que podrían ocasionarle los bancos al deudor tal vez se minimizarían si los atrasos estuvieran protegidos por una cobertura oficial. Este tema se retomará cuando se formule la cuarta propuesta.

En la esfera NCT es indispensable una mayor transparencia. Las disposiciones normativas, contables y, hasta cierto punto, tributarias, tienden a definirse en términos tan amplios que su aplicación queda librada en gran medida a la discreción de las autoridades del gobierno acreedor. Si bien esta situación flexibiliza la supervisión cotidiana del sistema financiero, crea también incertidumbre en las negociaciones para reducir la deuda. A menos que los bancos tengan una idea bastante clara de cuáles son las consecuencias NCT de los diferentes escenarios de reducción de la deuda, tendrán poca capacidad para negociar con rapidez acuerdos innovadores. Hoy, las autoridades tienden a pronunciarse frente a cada transacción. Convendría que las autoridades gubernamentales pertinentes pudieran pronunciarse de antemano sobre las probables consecuencias NCT de la serie de técnicas de reducción de la deuda que podrían surgir en las negociaciones en curso.

Asimismo, podría haber más coordinación entre las autoridades normativas y contables en el Grupo de los Diez conforme a las reglas del reciente Acuerdo de Basilea sobre el capital mínimo. También podría considerarse cierta armonización de los regímenes tributarios, aunque no cabe duda que ésta es una tarea mucho más difícil porque las leyes tributarias representan un sistema muy interdependiente y no una recopilación de normas aisladas. En todo caso, la armonización de normas -al menos para la deuda problemática de los países en desarrollo- interesa a lo menos por tres razones. En primer lugar, frente a la incapacidad de negociar bilateralmente la

reducción de la deuda, la disparidad de las disposiciones NCT dificulta la elaboración de conjuntos de medidas para reducirlas que acomoden a todos los bancos. Ahora la acomodación se logra mediante un cúmulo de opciones para los bancos difíciles y lentas de negociar, y que no son muy transparentes en cuanto a su costo para el país deudor. Además, habrá gobiernos que se resistirán a liberalizar su interpretación de las disposiciones NCT con el fin de lograr reducir la deuda de los países en desarrollo, si creen que otros gobiernos se volverán oportunistas y conservarán intactos sus sistemas menos generosos. Por último, la disparidad de los marcos NCT significa que la reducción de la deuda no ocurre entre iguales, es decir, algunos bancos pueden recibir un trato más favorable que otros, lo que les otorgaría una ventaja competitiva. La inquietud de un banco por las repercusiones competitivas de un acuerdo también dilata las negociaciones.

En la esfera normativa, es indispensable presionar oficialmente a los bancos para que aumenten con rapidez y uniformidad sus reservas para pérdidas por préstamos de la deuda a mediano plazo a niveles equivalentes a los descuentos en los mercados secundarios, es decir, 65 a 70%. En el último trimestre de 1989 sólo los bancos alemanes y suizos se conformaron en líneas generales a este criterio. Además, a fin de aumentar los incentivos para participar en la reducción de la deuda, las reservas para pérdidas por préstamos podrían excluirse del capital, primario; así, el costo de mantener préstamos problemáticos es mayor y el costo de capital de reconocer una pérdida es menor. Actualmente, los bancos franceses y estadounidenses pueden contabilizar las reservas como capital, aunque esta facultad disminuirá cuando entren gradualmente en vigor las normas de requisitos de capital del Acuerdo de Basilea a principios de los años noventa.

También en la esfera normativa, las autoridades podrían eximir a los bancos de hacer reservas por activos recibidos en los intercambios de deuda por bonos aprobados oficialmente. Naturalmente que esto es más factible en un contexto normativo cuando la reducción de la deuda elimina el sobreendeudamiento y el valor de los nuevos activos está protegido por garantías públicas integrales.

Cierta tolerancia en materia contable, podría fomentar también la reducción de la

deuda. Por ejemplo, las autoridades podrían evitar interpretaciones contables que hacen que las pérdidas acumuladas en programas de reducción sancionados oficialmente contaminen el valor del resto de la cartera de préstamos.⁹ Como la tardanza en reconocer una pérdida puede ser provechosa para un banco, las autoridades podrían considerar también la posibilidad de permitir que los bancos amortizaran a lo largo de varios años las pérdidas producidas en activos ofrecidos a los programas oficiales de reducción de la deuda.¹⁰ Además, los activos recibidos en los intercambios podrían contabilizarse a su valor nominal hasta que el tiempo y la experiencia dictaminaran que se justificaba un valor inferior. Por último, al liberalizar el régimen contable de la reducción de la deuda sancionada oficialmente, las autoridades podrían a su vez hacer más restrictivas las normas contables sobre la venta de la deuda a terceros que no reducen las acreencias sobre el país deudor.

En cuanto a las disposiciones tributarias, es evidente que el costo para un banco de reducir la deuda es inferior – y los incentivos para reducirla mayores – si la pérdida trae consigo un régimen tributario favorable. Las reservas para pérdidas por préstamos son deducibles de impuestos en la mayoría de los países europeos, lo que explica por qué sus bancos tienden a poseer las más cuantiosas. Sin embargo, como ya se han obtenido ventajas tributarias con la creación de dichas reservas, no hay incentivos después para reconocer la

pérdida en un acuerdo oficial de reducción de la deuda.¹¹ Así, si un banco ha hecho reservas que sobrepasen el descuento del acuerdo de reducción de la deuda, le deberá dinero a su gobierno. En efecto, al efectuar reservas en exceso de las pérdidas previstas el banco recibe un préstamo sin intereses de su gobierno.

Por otra parte, otro objetivo posible es hacer que los bancos aumenten sus reservas hasta un nivel compatible con los descuentos en el mercado secundario, y se ha demostrado que las franquicias tributarias son un incentivo eficaz en este caso. Tal vez una forma de resolver el dilema sea limitar el nivel de reservas deducibles de impuestos a aquel que justifiquen las cotizaciones en el mercado secundario, y hacer que el goce del beneficio dependa de la participación en los ejercicios de reducción de la deuda sancionados oficialmente. Así, si el banco se negara a reducir la deuda cuando surgiera la oportunidad oficial, la franquicia tributaria – con los intereses correspondientes – volvería al gobierno acreedor.

Otras consideraciones tributarias podrían apuntar a una mayor flexibilidad que permitiera a los bancos beneficiarse de las deducciones tributarias que les corresponden. La capacidad de un banco para obtener beneficios depende de su estado de rentabilidad global y de los beneficios tributarios acumulados provenientes de otras operaciones en su red bancaria. Por ende, hay que cerciorarse de que los beneficios tributarios de los ejercicios oficiales de

⁹ Por ejemplo, a principios de 1988 las autoridades estadounidenses prescribieron que toda deuda licitada en el intercambio de deuda por bonos efectuado entre México y el Morgan Guaranty debía rebajarse al precio licitado aunque las autoridades mexicanas no aceptaran el descuento. Por cierto que esto desalentó la participación de muchos bancos estadounidenses.

¹⁰ En 1987 las autoridades estadounidenses permitieron que los bancos amortizaran las pérdidas por sus préstamos agrícolas durante un período de siete años. Véase, U.S. Comptroller of the Currency, U.S. Federal Reserve System y U.S. Federal Deposit Insurance Corporation, "Study on Accounting and Regulatory Policies Affecting Debt Restructuring", Washington, D.C., 1989.

¹¹ Los bancos franceses son particularmente inmunes a los incentivos para reducir la deuda porque sus reservas para pérdidas por préstamos son deducibles de impuestos y están incluidas en el capital. Además, las autoridades francesas han declarado que dejarán que sus bancos aprovechen la cláusula transitoria contenida en el Acuerdo de Basilea que permite que los bancos incluyan en el capital las reservas para pérdidas por préstamos por un monto superior al límite de 1.25% establecido para 1992. Véase Bouchet y Hay, "Overview of banking regulations in OECD countries...", *op. cit.*, p. 117.

reducción de la deuda no perjudiquen el acceso a otras franquicias tributarias existentes. También podría adoptarse la actitud liberal de permitir que los bancos protejan sus beneficios tributarios pasándolos a cuenta nueva o imputándolos a un ejercicio anterior durante varios años tributarios.¹²

Es claro que la aplicación innovadora de las disposiciones NCT podría acelerar el proceso de reducción de la deuda en los países en desarrollo, pero, no hay que entusiasmarse con las posibilidades de avances espectaculares en este terreno. Suele ocurrir que la política de los gobiernos acreedores ha ido desfasada de las necesidades objetivas de los países deudores. Durante los años setenta, cuando abundaba el financiamiento, la estructura NCT era sumamente permisiva; en cambio, con la crisis de los ochenta ha habido un cambio decisivo hacia un régimen más estricto. Por ende, la modificación del entorno NCT para reducir la deuda de los países en desarrollo tiene que competir con el objetivo más amplio del norte de establecer sistemáticamente normas más estrictas y reducir las excepciones a ellas. Además, algunas innovaciones de la esfera normativa y tributaria podrían exigir también cambios en la legislación nacional, proceso que se sabe es incierto y demoroso.

4. Aplicar una política más decidida y transparente de compromisos de financiamiento por parte del FMI

Se reitera que la clave del éxito del Plan Brady es lograr una reducción de la deuda que elimine realmente el sobreendeudamiento. Es aquí donde el FMI puede desempeñar un papel vital.

Para comenzar, el FMI debería hacer, en conjunto con el país deudor cooperante, una

estimación profesional de cuál es la capacidad *ex ante* de efectuar pagos anuales de este último durante un período prolongado de ajuste estructural, por ejemplo, cinco años.¹³ Al estimar dicha capacidad, debería contemplarse explícitamente la necesidad de contar con tasas de crecimiento razonables y dejar espacio para una recuperación urgente de la inversión en capital humano y físico. Además, debería incluirse en dichos cálculos una provisión adecuada a fin de dejar pocas dudas en el sector privado de que se va a contar con la capacidad de pago determinada; la tolerancia de márgenes de error mínimos sólo debilitaría el programa de ajuste estructural al restringir la actividad del sector privado y postergar el retorno de capitales nacionales fugados.

El pronunciamiento del FMI sobre la capacidad de pago debe ser la base para que los acreedores privados determinen la necesaria reducción de la deuda y su servicio. También podrían incluirse en el acuerdo nuevos préstamos bancarios si los fundamentos *técnicos* de la futura capacidad de pago del deudor lo justificarán claramente. Así, el FMI aclararía y validaría el volumen necesario para aliviar la deuda; la forma cómo los bancos van a conseguirlo sería materia de negociaciones entre el acreedor y el deudor. Puesto que el FMI incluiría explícitamente una gran provisión para financiamiento en sus cálculos, es evidente que los acuerdos de reducción de la deuda deberían contener también cláusulas generosas de recuperación que permitieran a los bancos participar en cualquier capacidad de pago *ex post* que superara las estimaciones oficiales *ex ante*.

Asimismo, el FMI debería, en caso necesario, defender sus cálculos tolerando indefinidamente los atrasos con los acreedores

¹² Un ejemplo de una decisión polémica ocurrió en Estados Unidos, en mayo de 1989, cuando las autoridades dispusieron que para los fines de aplicar los créditos por pago de impuestos en el extranjero, las pérdidas por préstamos debían distribuirse proporcionalmente a la diferencia entre activos extranjeros y nacionales. Esto restringirá la capacidad de los bancos estadounidenses para asignar las pérdidas por préstamos en el extranjero a los ingresos nacionales, lo que a su vez los podría llevar a perder los créditos disponibles por pago de impuestos en el extranjero. Véase David Wessel y Robert Guenther, "IRS ruling limits the tax advantages banks get on foreign-loan write-offs", *Wall Street Journal*, 4 de mayo de 1989.

¹³ Cinco años rebasan el horizonte cronológico de un programa del Fondo. Pero como los programas son renovables, no hay nada perjudicial en tener una perspectiva quinquenal.

privados que no aceptaran ajustar los reembolsos al nivel de capacidad de pago determinado oficialmente. En teoría, el Fondo podría proteger oficialmente al país deudor de la conducta reacia del acreedor al sancionar los atrasos como una restricción cambiaria en virtud del artículo VIII(2)(b) de su Convenio Constitutivo. Algunos juristas expertos piensan que los atrasos – en el contexto de un programa de ajuste supervisado oficialmente – pueden interpretarse como una restricción cambiaria legítima que el Fondo puede aprobar temporalmente.¹⁴ Aunque la aplicación del artículo VIII(2)(b) podría impugnarse, y probablemente lo sería, los bancos no pensarían dos veces antes de acosar a un país en mora si está en vías de ajustar con éxito su economía con el respaldo incondicional del Directorio Ejecutivo y la Gerencia del FMI.¹⁵

Una política bien decidida del FMI, como la descrita, es de suma importancia mientras el financiamiento del Plan Brady siga siendo insuficiente. Esto obedece a que podría servir de "válvula de escape" que disminuye la transferencia de recursos aunque las obligaciones de la deuda no se hayan reducido oficialmente en la cantidad requerida. En efecto, una política más atrevida del FMI podría servir para desvincular transitoriamente la cuestión del ajuste eficiente, el crecimiento y su financiamiento del problema de más largo plazo de la reducción del sobreendeudamiento.

5. Reducir el endeudamiento con el Club de París

La reducción de la deuda sólo con los bancos comerciales tiene sus inconvenientes. Por una parte, la magnitud de la reducción que deben otorgar los bancos para eliminar el

sobreendeudamiento es mayor cuando otras acreencias no están sujetas a ajuste. Por otra, se recuerda que un programa de socorro que se concentra en reducir la deuda bancaria brinda beneficios relativamente escasos para muchos países pequeños y medianos que han obtenido la mayoría de su financiamiento de fuentes oficiales. Por último, no cabe duda que el dolor de reducir la deuda se magnifica para los bancos cuando son las únicas instituciones de crédito que la otorgan.

En la Cumbre de Toronto de junio de 1988 se aprobó una política interesante para reducir la deuda oficial con el Club de París en los países de bajos ingresos. Las opciones de los gobiernos acreedores eran: i) eliminar en libros un tercio de la deuda y reprogramar el resto a 14 años (con ocho años de gracia); ii) reprogramar la totalidad a 25 años (con 14 años de gracia); o iii) reprogramar la deuda a 14 años, con tasas de interés reducidas hasta por 3.5 puntos. Hasta junio de 1989, 13 países africanos subsaharianos se habían beneficiado de una de estas opciones.¹⁶ Como mínimo, sería aconsejable que los gobiernos de la OCDE extendieran este programa – o variantes del mismo – a los países en desarrollo de bajos y medianos ingresos de otras regiones en desarrollo que tienen problemas para servir su deuda oficial.¹⁷

6. Crear nuevos mecanismos para aliviar el peso del servicio de la deuda con instituciones multilaterales de crédito

En los últimos años, los préstamos otorgados por las instituciones multilaterales han crecido mucho más rápido que los préstamos provenientes de todas las demás fuentes de financiamiento. En consecuencia, su

¹⁴ Véase Whitney Debevoise, "Exchange controls and external indebtedness: a modest proposal for a deferral mechanism employing Bretton Woods concepts", *Houston Journal of International Law*, vol. 7, Nº 1, otoño boreal de 1984, pp. 157 a 168.

¹⁵ Nótese que la protección de los atrasos por parte del FMI no cuestionaría oficialmente el valor definitivo de la acreencia y que, por ende, no sería una reducción impuesta de la deuda; más bien podría interpretarse sencillamente como una restricción temporal.

¹⁶ Véase UNCTAD, *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 1989* (UNCTAD/TDR/9), Nueva York, 1989. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.89.II.D.14.

¹⁷ La magnitud de la reducción de la deuda bilateral necesaria para restablecer el crecimiento dependerá de condiciones externas adecuadas y de la fuerza de las externalidades positivas emanadas de un programa radical concertado para eliminar el sobreendeudamiento. Si las condiciones externas son adversas y/o las externalidades positivas son débiles, se requeriría una reducción de la deuda de mayor magnitud que la contemplada en el acuerdo de la Cumbre de Toronto. Para una revisión de este escenario más pesimista, véase CEPAL, *Crecimiento económico y endeudamiento externo en América Latina: las propuestas de reducción de la deuda en contraste con un financiamiento externo restringido* (LC/R.871), Santiago de Chile, febrero de 1990.

participación en la deuda total de la región se ha elevado de 6% en 1982 a más de 15% en los últimos años (gráfico 6). Esta participación del 15% podría sugerir que las instituciones multilaterales de crédito se encuentran al margen del problema del endeudamiento regional. Sin embargo, ésta es una verdad a medias.

Por una parte, el promedio regional encubre una situación en que algunos países se hallan muy endeudados con las instituciones multilaterales de crédito: Santa Lucía (68%), Dominica (60%), Haití (59%), Guyana (53%), Honduras (44%), Jamaica (43%), Granada y El Salvador (42%), Paraguay (39%) y Colombia (36%). Por otra, el peso del servicio de la deuda con las instituciones multilaterales se ha agravado por el hecho de que en los últimos años muchos países han experimentado una persistente transferencia negativa de recursos de dichas instituciones. La transferencia hacia el exterior se expresa en los agregados regionales: entre 1986 y 1988 la transferencia del FMI era negativa, mientras que el Banco Mundial y el BID registraban transferencias negativas en 1987 y 1988 (cuadro 10). Además, la información preliminar sugiere que dicha transferencia habría vuelto a ser negativa para las tres instituciones en 1989. Por último, la retirada de los bancos privados de la región, junto con la renuencia de los organismos de crédito a las exportaciones a reanudar sus préstamos, ha transformado a estas instituciones en la única fuente elástica de financiamiento para América Latina y el Caribe. Por ende, cabe esperar que la participación de la deuda multilateral en la deuda total siga creciendo en los años venideros.

El crecimiento de las obligaciones multilaterales en una situación en que el problema global del sobreendeudamiento sigue sin solución, crea sus propias dificultades para la región. Esto ocurre porque dichas instituciones de crédito consideran tradicionalmente que su deuda goza de condición preferencial y que, por tanto, los programas de reembolso deben permanecer inalterados. En consecuencia, la mayor participación de esas obligaciones en el total de la deuda crea rigideces que pueden complicar los problemas de su servicio. En efecto, el peso del problema global de la deuda ya está

vulnerando la categoría preferencial de estas organizaciones. Durante 1989, 11 países en desarrollo miembros del FMI incurrieron en graves atrasos con esta institución, mientras que nueve miembros del Banco Mundial y cuatro miembros del Banco Interamericano de Desarrollo estaban con atrasos debido a problemas generales para servir la deuda. Por tanto, es claro que como parte de una solución global para el problema de la deuda, hay que encontrar maneras, aunque sean transitorias, de aligerar el peso del pago de la deuda a los organismos multilaterales.

Una manera de aliviar la carga de la deuda multilateral sería que estos organismos explotaran con mayor agresividad su capacidad crediticia.

Las instituciones multilaterales de crédito parecen tener la capacidad de desembolsar más recursos de los que han venido programando últimamente. En efecto, esto quedó demostrado cuando el Banco Mundial y el FMI anunciaron repentinamente que cada uno estaría en condiciones de desembolsar del capital existente recursos "adicionales" por 6 000 millones de dólares para apoyar la reducción de la deuda. Se recuerda que el desembolso de préstamos para reducir la deuda que sólo elimine parcialmente el sobreendeudamiento, podría constituir una asignación ineficiente de recursos. Por ende, en situaciones en que no es factible lograr acuerdos de reducción de la deuda que representen una solución definitiva del sobreendeudamiento, el Banco Mundial y el FMI podrían estudiar la posibilidad de liberar gradualmente parte de los llamados recursos "adicionales" destinados a apoyar proyectos y problemas de balanza de pagos. Una política que en principio permitiera a las instituciones de crédito multilaterales movilizar gradualmente los fondos asignados a la reducción de la deuda hacia programas de préstamos convencionales podría servir también para presionar a los bancos a llegar a una liquidación definitiva de sus acreencias.

El Fondo Monetario Internacional tiene una liquidez excepcional. De los 80 000 millones de dólares disponibles en monedas convertibles, aproximadamente la mitad de ese monto no estaba comprometido en 1989.¹⁸ En

¹⁸ Véase Arturo O'Connell, "La deuda de los países de América Latina y los organismos internacionales de financiamiento", Buenos Aires, noviembre de 1989.

**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS
CON INSTITUCIONES MULTILATERALES DE CREDITO**

(En miles de millones de dólares)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Total	7.5	5.2	2.5	1.1	-2.3	-2.9
FMI	5.7	2.7	0.6	-0.8	-1.7	-2.1
Banco Mundial	0.8	1.1	0.7	1.4	-0.5	-0.7
BID	1.0	1.4	1.2	0.5	-0.1	-0.1

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por las tres instituciones.

vista del peso de la transferencia negativa hacia el Fondo y de las restricciones de divisas de los países en desarrollo, podrían desplegarse esfuerzos para encauzar una mayor cantidad de esos recursos líquidos hacia los prestatarios.

Una fórmula podría consistir en liberalizar el nuevo servicio de financiamiento compensatorio y de contingencia del Fondo, que otorga financiamiento, entre otras cosas, para paliar el impacto del alza de las tasas de interés. Conceptualmente, este servicio es un gran adelanto que materializa una sentida aspiración de los países en desarrollo. Sin embargo, la eficacia de esta nueva ventana del Fondo se ha visto disminuida por el hecho de que su disponibilidad está vinculada a un programa de ajuste oficial, con la condicionalidad concomitante, y a una serie de topes estrictos mediante el sistema de cupos. Para que la nueva ventana compensara efectivamente las perturbaciones exógenas que escapan al control del país miembro, el acceso debería estar vinculado tal vez a una condicionalidad laxa como la aplicada al antiguo servicio de financiamiento compensatorio. Además, los recursos a disposición del país podrían determinarse también con mayor objetividad conforme a la magnitud de la perturbación exógena.

En líneas más generales, los recursos del Fondo podrían aprovecharse mejor si los países se mostraran menos renuentes a suscribir programas con esta institución. Para ello, el Fondo podría, por ejemplo, hacer que su condicionalidad fuera más flexible y más directamente acorde con el crecimiento. El servicio ampliado del Fondo es, en principio, un medio para alcanzar esta meta. Abarca un horizonte cronológico de tres años (o excepcionalmente de cuatro). No obstante, hasta ahora no ha sido un servicio popular en el Fondo: en efecto, en octubre de 1989 sólo cuatro países participaban en este programa.

Ultimamente, el Fondo ha manifestado su disposición a estudiar la posibilidad de emplear criterios de ejecución semestrales en vez de la revisión trimestral tradicional. Tal vez el servicio ampliado del Fondo pasaría a ser un programa más utilizado si las revisiones semestrales se convirtieran en una práctica estándar. Más aún, en algunas esferas de política podrían ser incluso más apropiadas las revisiones anuales. Otra posibilidad de inducir un mayor compromiso de mediano plazo con el ajuste es explorar una recomendación formulada en 1987 por el Grupo de los Veinticuatro que señalaba la necesidad de complementar los ejercicios de "ajuste" tradicionales del Fondo con ejercicios

explícitos de "crecimiento".¹⁹ Si los servicios del Fondo tuvieran una identificación más vívida con el crecimiento económico, es indudable que habría una mayor demanda de compromisos de mediano plazo con los programas de ajuste.

Más allá de lo expuesto, es indudable que el Fondo, en su calidad de piedra angular del mecanismo internacional de préstamos de última instancia, necesita tener la credibilidad que emana de una posición de liquidez impecable con la cual encarar contingencias imprevistas en el sistema monetario mundial. Por ende, el Fondo estaría más dispuesto a liberalizar el acceso a los recursos líquidos existentes si pudiera garantizarse un aumento inminente y considerable de las cuotas. Esta consideración, sumada a la necesidad legítima de fortalecer el MPUI, le concede mucha importancia al llamamiento del Director Gerente del FMI para aumentar un 100% las cuotas del Fondo.

Aunque el peso del servicio de la deuda multilateral durante este difícil período de ajuste podría aligerarse mediante el desembolso más expedito de los recursos existentes, también podría obtenerse un alivio transitorio mediante planes de amortización más favorables de los préstamos ordinarios.

En vista del hecho de que el Banco Mundial es un banco de desarrollo de carácter público, podría justificarse ampliar los planes de amortización vigentes, lo que permitiría otorgar un período de gracia de cinco años y un plan de amortización global de 15 a 17 años, ya que incluso los bancos comerciales privados otorgan ahora de rutina a los deudores problema, siete años de gracia y planes de amortización global de 15 o más años. Otra forma de reducir la rigidez de los planes de amortización sería que el Banco Mundial generalizara el sistema de amortización en cuotas fijas, el que ahora sólo está disponible para los países de bajos ingresos. Asimismo, el Banco Interamericano de Desarrollo podría explorar los métodos para ampliar los plazos de reembolso por los préstamos ordinarios.

El Fondo posee la facultad reglamentaria de ampliar sus plazos de reembolso. En la actualidad, los planes de amortización varían entre tres años tres meses y 10 años, según el servicio utilizado. En vista de las grandes dificultades que experimentan muchos países para servir su deuda, y la magnitud de liquidez existente en el Fondo, podría justificarse la ampliación transitoria de los planes de amortización.

Por último, hay que arbitrar arreglos especiales para los países que han incurrido en atrasos prolongados con las instituciones multilaterales de crédito y desean recobrar su solvencia. El FMI ha experimentado con el establecimiento de grupos especiales de apoyo de carácter internacional, en los que un gobierno acreedor moviliza recursos para el deudor problema que pueden utilizarse a su vez para liquidar los atrasos con el Fondo. El nuevo mecanismo parece prometedor y ya se está empleando en un país del Caribe (Guyana). Podrían explorarse planes de rescate similares en el Banco Mundial.

B. LA ENMIENDA: UN MECANISMO BASADO EN EL PLAN BRADY

La propuesta del Secretario del Tesoro, Nicholas Brady, ha surgido como la nueva estrategia oficial de manejo de la deuda. Empero, hay muchas otras ideas legítimas sobre cómo abordar mejor de manera concertada el problema de la deuda. En efecto, el fracaso para resolver el problema no ha obedecido a la falta de ideas innovadoras en busca de soluciones concertadas. Un estudio reciente que examina las propuestas para resolver las dificultades de servicio de la deuda sostiene que desde 1983 ha habido no menos de 81 planes, incluido el del Secretario Brady.²⁰ Esta es incluso una subestimación puesto que la lista del estudio no pretende ser exhaustiva; excluye, entre otros, la propuesta revisada formulada por el Secretario Permanente del Sistema Económico Latinoamericano (SELA), que plantea reducir la deuda y su servicio en 75%.²¹

¹⁹ Grupo de los Veinticuatro, "La función del FMI en el ajuste con crecimiento", Washington, D.C., marzo de 1987.

²⁰ Morris Miller, *Resolving the Global Debt Crisis*, Documento de discusión de políticas del PNUD, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, Nueva York, 1989, pp. 132 a 144. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.89.III.B.3.

²¹ Véase SELA, "Proyecto Revisado Propuesta Latinoamericana y Caribeña Sobre Deuda Externa", Caracas, 15 de diciembre de 1989.

El Plan Brady es todavía en gran medida fragmentario y asistemático. Este tipo de estrategia adolece de graves ineficiencias. Nunca se sabe cuál es el rumbo preciso del Plan, lo que despierta incertidumbre tanto en los deudores como en los acreedores. En el entorno financiero, donde la confianza desempeña un papel importantísimo, esta incertidumbre restringe la actividad del sector privado y la repatriación sostenida de capitales fugados, lo que diluye los efectos de todo incentivo positivo que pueda introducir el Plan en el manejo del problema del ajuste. Además, dado que los problemas sistémicos se caracterizan por externalidades que vinculan la suerte de los agentes económicos individuales, un enfoque casuístico renuncia a la mayor eficiencia potencial que podría lograrse mediante la acción simultánea e integral en varios frentes.²² Otra manera de mirar el problema es que un dólar de fondos públicos gastado en un programa integral debería rendir más beneficios en términos de resolver el problema que un dólar gastado de manera fragmentaria y casuística.

Es precisamente por esto que desde el comienzo de la crisis ha habido un flujo constante de propuestas para establecer un mecanismo internacional especializado que ayude a reducir el sobreendeudamiento. En efecto, desde 1982 más de 25% de todas las

propuestas para una solución internacional concertada han postulado alguna especie de mecanismo internacional.²³ Entre los proponentes de un mecanismo especializado figuran académicos distinguidos, banqueros, gobiernos latinoamericanos y del Caribe, e incluso el presidente de un gran país acreedor.²⁴

Aunque la configuración exacta de un mecanismo internacional especializado en la deuda está sujeta a variaciones, la idea fundamental es bastante simple.²⁵ Un mecanismo especializado, ya sea como entidad independiente, o como filial del Banco Mundial, del FMI, o de ambos, le compraría la deuda a los bancos a una tasa de descuento establecida que tomara en cuenta la capacidad de pago sostenida de los deudores. La compra se efectuaría mediante la entrega de bonos de largo plazo a los bancos con tasas de interés de mercado, tal vez con topes. Luego el mecanismo traspasaría parte del descuento a los deudores mediante la negociación de una reducción de la deuda y de su servicio. Lo importante es que el alivio de la deuda dependería de los progresos alcanzados en completar los programas de ajuste estructural auspiciados oficialmente.²⁶ El respaldo de capital del mecanismo provendría de contribuciones directas de los gobiernos acreedores, de giros sobre fondos

²² Por ejemplo, como los mercados de capital tienen dificultades para discriminar entre los países prestatarios en la región en crisis, es posible que a menudo una masa crítica de países tenga que recuperar primero su solvencia antes de que un país determinado pueda tener un acceso importante a los mercados de créditos voluntarios.

²³ Calculado de Morris Miller, *op. cit.*, pp. 132 a 144.

²⁴ Una lista seleccionada sería la siguiente: académicos distinguidos: Peter Kenen, "A bailout for the banks", *New York Times*, 6 de marzo de 1982 y Jeffrey Sachs, "New Approaches to the Latin American Debt Crisis", Cambridge, Mass., Universidad de Harvard, Departamento de Economía, 1988. Banqueros: James Robinson, *A Comprehensive Agenda for LDC Debt and World Trade Growth*, Amex Bank Review Special Papers, N° 13, Londres, marzo de 1988. Gobiernos latinoamericanos: Carlos Andrés Pérez, Discurso pronunciado en un simposio sobre economía internacional, Davos, Suiza, 26 de enero al 1 de febrero de 1989; David Coore, Ministro de Relaciones Exteriores y de Comercio Exterior de Jamaica, Exposición pronunciada durante el cuadragésimo cuarto período ordinario de la Asamblea General de las Naciones Unidas, Nueva York, 4 de octubre de 1989, p. 9, y el Grupo de los Ocho "Hacia una Solución para el Problema de la Deuda Externa de América Latina", Río de Janeiro, diciembre de 1988. Presidente de un país acreedor: François Mitterand, Discurso pronunciado ante la Asamblea General de las Naciones Unidas, 29 de septiembre de 1989. La CEPAL también ha apoyado este enfoque. Véase CEPAL, *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe* (LC/G.1487/Rev.2-P), serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 72, Santiago de Chile, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.88.II.G.10.

²⁵ Para tener una buena visión general de las diferentes opciones para establecer un mecanismo internacional de la deuda, véase Congreso de los Estados Unidos, Cámara de Representantes, "Report on an International Debt Management Authority", *op. cit.*

²⁶ En muchas de estas propuestas sólo se reduce el servicio de la deuda del deudor; la acreencia original permanece invariable. El mecanismo condonaría parte de la deuda siempre y cuando el país hubiera establecido un historial de reformas de políticas y de buen rendimiento económico.

multilaterales inactivos,²⁷ de una nueva emisión de DEG,²⁸ o de alguna combinación de los anteriores. El capital pagado podría ser sólo de entre 5 a 10% del compromiso total, mientras que en el mecanismo del derecho a voto sería ponderado según las contribuciones de capital de los donantes. A veces, las propuestas sugieren también que el mecanismo debería contar con una junta asesora compuesta por representantes de los bancos y de los países deudores.

Los encargados oficiales del problema de la deuda han objetado siempre el establecimiento de un mecanismo. Los argumentos varían, pero las observaciones medulares son que el establecimiento de un mecanismo i) sería más caro que el Plan Brady y desplazaría el riesgo a los gobiernos acreedores; ii) disminuiría las cotizaciones de precios en el mercado secundario; iii) crearía precios obligatorios para reducir la deuda; y iv) vulneraría el enfoque de mercado para reducir la deuda.²⁹

Puede que todos estos problemas se exageren. Es indudable que la existencia de un mecanismo haría que las demandas de financiamiento público sobrepasaran los niveles actuales. Sin embargo, se recuerda que el Plan Brady, incluso para funcionar con eficacia en sus propios términos, requerirá un compromiso mucho mayor de recursos de parte de los gobiernos acreedores. En efecto, el monto total de recursos que el Plan Brady necesitaría en definitiva para cumplir sus objetivos sería tal vez —dadas las ineficiencias de un enfoque asistemático— mayor que el requerido por un mecanismo. Como la mayor parte del compromiso de capital del mecanismo sería verdaderamente adicional, y no drenaría el financiamiento actual para el desarrollo, éste representaría demandas fiscales para los gobiernos acreedores. Pero también en este caso, todo aumento significativo de la suma de 30 000 millones de dólares ya asignada al Plan Brady para reducir la deuda tendría asimismo que provenir en su mayoría de fuentes de financiamiento verdaderamente adicionales.

En cuanto al desplazamiento del riesgo hacia el sector público, ya se ha demostrado que esto ha venido ocurriendo de todas maneras a un ritmo acelerado a medida que las soluciones de mercado privado no han logrado detener el deterioro de las economías y la solvencia de los deudores. Además, se ha señalado que un Plan Brady con financiamiento insuficiente promete traspasar el riesgo al sector público incluso con mayor rapidez que antes. En efecto, una de las lecciones que dejó la crisis sistémica de las asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos es que la intervención pública fragmentaria al comienzo de una crisis puede conducir posteriormente a costos públicos mucho mayores, ya que se amplía el alcance y la dificultad del problema.

Es verdad que el mecanismo tendría muchas probabilidades de establecer precios obligatorios para las conversiones de deuda. Pero lo importante es que no serían precios arbitrarios, sino que se basarían en estimaciones profesionales, elaboradas en conjunto con el FMI y el Banco Mundial, acerca de la capacidad sostenida del deudor para servir sus obligaciones. Además, las discrepancias que existieran con estas estimaciones se superarían mediante la participación de los bancos en el mecanismo, que es similar en efecto a la cláusula de recuperación.

El presente estudio ya ha señalado que es imposible que un enfoque de mercado realmente voluntario de la reducción de la deuda elimine el sobreendeudamiento en un plazo razonable. El Plan Brady ha descubierto en los primeros casos que ha abordado que los acuerdos que entrañan una reducción sustancial de la deuda exigen una enorme presión directa de parte de las autoridades de los gobiernos acreedores. Un mecanismo especializado tendría la misma "orientación de mercado".

Por último, respecto a los precios en el mercado secundario, se ha visto que han venido cayendo verticalmente sin que exista un mecanismo que se ocupe de la deuda. Además,

²⁷ El interés se ha concentrado en las utilidades provenientes de la venta de las reservas de oro del FMI. Véase John LaFalce, Congresista, Cámara de Representantes de los Estados Unidos, "Third World debt crisis: the urgent need to confront reality", *Congressional Record*, vol. 133, Nº 34, 5 de marzo de 1987.

²⁸ El uso de los DEG es una característica central de la Propuesta Mitterand.

²⁹ Véase Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, "Interim Report to the Congress Concerning International Discussions on an International Debt Facility", Washington, D.C., marzo de 1989.

los intercambios de la deuda con una entidad se basarían en estimaciones multilaterales informadas sobre la capacidad de los deudores de sostener un cierto nivel de servicio de la misma. Dicha estimación se fundaría a su vez empíricamente en las condiciones del país y no se basaría ciegamente en los precios secundarios como tales. En efecto, si esos precios incorporaran un gran elemento de "renuencia a pagar", habría diferencias entre el precio del instrumento que se ofrece a los bancos y las cotizaciones en los mercados secundarios.

Todo esto sugiere que las objeciones que se formulan a un mecanismo encargado de la deuda serían exageradas si es que el objetivo de fondo es una estrategia de manejo que pueda eliminar efectivamente el problema del endeudamiento. En efecto, para que cumpliera sus propios objetivos, el Plan Brady sería más efectivo y rentable si evolucionara con rapidez hacia un mecanismo para reducir la deuda estilo Brady, ya que éste posee muchas ventajas con respecto a un plan asistemático.

En primer lugar, este mecanismo representaría un vuelco dramático hacia un enfoque integral después de ocho años de estrategias ineficaces y fragmentarias. Al establecer el mecanismo y otorgarle una autorización de capital inicial suficiente para ocuparse del problema global, los gobiernos acreedores estarían dando un símbolo muy visible de su cabal compromiso y determinación de resolver el problema del sobreendeudamiento y de la transferencia externa de recursos. Además, la mayor credibilidad del programa de reducción de la deuda podría crear externalidades positivas. Por una parte, los gobiernos deudores tendrían más incentivos para ajustarse, ya que el compromiso irrevocable de los gobiernos acreedores a reducir la deuda les dejaría pocas dudas respecto a la recompensa por "buen comportamiento". Por otra, el mecanismo podría representar la masa crítica de asistencia que el mercado privado necesita para revertir sus expectativas negativas sobre América Latina y el Caribe; esto no sólo animaría el

espíritu empresarial, sino que contribuiría también a un retorno más permanente de la fuga de capitales.

En segundo lugar, el mecanismo aumentaría la responsabilidad en el manejo del problema de la deuda. Un programa descentralizado y casuístico como el Plan Brady hace que sea difícil evaluar el desempeño porque la reducción de la deuda es una responsabilidad secundaria o terciaria de varias entidades con mandatos primarios muy diferentes. En consecuencia, se vive en el peor de los mundos: los gerentes no pueden prestarle atención suficiente ni a sus mandatos primarios ni a la reducción de la deuda, con el resultado que ambos se deterioran. En cambio, un mecanismo especializado tendría el mandato único de reducir la deuda con lo que podría evaluarse con mayor facilidad la eficacia de las políticas. Además, el mecanismo, al centralizar la información, permitiría una mejor evaluación del desempeño de los diferentes acreedores y deudores involucrados en negociaciones para reducir la deuda. Asimismo, el mecanismo permitiría que los ministerios de los gobiernos acreedores y las organizaciones internacionales, que se hallan ahora enfrascadas en los procesos de reducción de la deuda, se vuelvan más independientes y presten con ello más atención a sus mandatos primarios.

En tercer lugar, el mecanismo le otorgaría mayor flexibilidad a los ejercicios de reducción de la deuda. El Banco Mundial, el FMI y otras instituciones oficiales de crédito no se establecieron originalmente para encargarse de esta tarea. Dado el carácter de sus convenios constitutivos, las modalidades de reducción de la deuda tienen que conformarse a las directrices constitucionales sobre lo que esas organizaciones están facultadas para hacer y no hacer. Además, los accionistas del Grupo de los Diez tienen mucha razón para mostrarse ambivalentes acerca de cualquier cambio radical en la conducta de estas organizaciones, porque a su juicio hay que preservar el carácter fundamental de ambas instituciones.³⁰ Al establecer un mecanismo a partir de la nada,

³⁰ Grupo de los Diez, *op. cit.*, párrafo 26.

éste estaría libre de las trabas que impone la tradición y los estatutos vigentes y, por tanto, podría conferírsele una estructura funcional destinada específicamente a acelerar el proceso de reducción de la deuda. Por ejemplo, no habría restricciones para asumir compromisos directos mediante garantías (como ocurre ahora en el caso del FMI), y el capital que respalda garantías podría tener efectos multiplicadores.³¹ Tampoco habría que otorgarle categoría preferencial al mecanismo; por consiguiente, podría subordinar su deuda a la concesión de nuevos empréstitos, lo que presumiblemente aceleraría la reintegración de los deudores a los mercados de capital.³² Además, el sistema de votación en el mecanismo no se conformaría a la distribución de las acciones existentes en las instituciones multilaterales de crédito, sino a la ponderación de los compromisos financieros nuevos y específicos de los gobiernos acreedores con los procesos de reducción de la deuda. Así, con un mayor poder de votación en cuanto a cómo deben utilizarse los fondos para reducir la deuda, los países con balances de pagos superavitarios (incluso los de las regiones en desarrollo) se sentirían más inclinados a participar en el proceso de reducción de la deuda.³³

Además, la flexibilidad institucional del mecanismo permitiría controlar con más eficiencia los problemas de riesgo moral que con el marco actual, ya que el mecanismo tendría la capacidad de reducirles de inmediato el servicio de la deuda a los deudores problema, pero al mismo tiempo podría condonar la deuda en una forma más mesurada, según los adelantos que se logren en las reformas de la política económica.

Por último, el mecanismo proporcionaría más equidad en los ejercicios de reducción de la deuda. La experiencia con el enfoque casuístico es que el alivio de la deuda tiende a llegar a aquellos países que tienen especial importancia política para los gobiernos acreedores. Como es natural un nuevo mecanismo no estaría aislado de este tipo de

presiones, pero por el hecho de ser un agente centralizado y transparente de reducción de la deuda, no cabe duda que sería factible controlar esta tendencia y distribuir el alivio con mayor rapidez a una gama más amplia de países deudores.

En suma, las propuestas que se han formulado exigirían claramente que el sector público internacional asumiera una proporción mucho mayor del riesgo de resolver el sobreendeudamiento de los países en desarrollo. Sin embargo, mientras los bancos tengan que reducir la deuda a niveles compatibles con la reanudación de la inversión y el crecimiento en los países deudores, el hecho de asumir mayores riesgos no sería para el sector público una forma de eximir de responsabilidades a los bancos. Por el contrario, sería una forma de hacer que el sector público internacional asumiera las responsabilidades que efectivamente le corresponden a su esfera de acción cuando se trata de un problema sistémico de la envergadura como el que se observa en los países en desarrollo cuyo endeudamiento es excesivo. Además, se ha demostrado que la socialización de un problema sistémico es una práctica frecuente en los mercados internos de los países acreedores; en efecto, la experiencia demuestra que cuando el sector público tarda en intervenir en forma integral en un problema sistémico y en socializar sus costos, sólo consigue agravar el problema y elevar el costo definitivo para los contribuyentes. Asimismo, no debe olvidarse que los gobiernos de la OCDE tienen en parte la culpa por la creación del sobreendeudamiento en los países en desarrollo, debido a la fiscalización demasiado laxa de los bancos durante los años setenta, a que insistieron en que las instituciones privadas de crédito deberían asumir la responsabilidad primordial por el reciclaje de los petrodólares, y a sus políticas macroeconómicas causantes del alza vertiginosa de las tasas de interés y de la caída de los precios de los productos básicos en los años ochenta. Por ende, la corresponsabilidad y la repartición de la carga

³¹ Esto no debería debilitar demasiado las garantías porque los inversionistas estimarían tal vez que en la práctica el mecanismo estaría respaldado por la plena fe y el crédito de sus accionistas. Esta ha sido al menos la experiencia en los mercados internos de los países acreedores cuando sus gobiernos han establecido agentes especiales de financiamiento para los rescates públicos.

³² Robinson, *op. cit.*, propuso la subordinación de las acreencias de su mecanismo.

³³ Cabe señalar que si el proceso de reducción de la deuda tiene éxito en restituirles el crecimiento a los países en desarrollo, entonces el mecanismo rendirá utilidades para sus accionistas.

son también razones que obligan a establecer un manejo público más ambicioso del problema de la deuda.

Por otra parte, estas propuestas básicas constituyen un marco general dentro del cual pueden alcanzarse acuerdos caso por caso. Negociar su materialización es una tarea que sólo pueden realizar los deudores y acreedores de una manera concertada. Podrían mejorarse algunos mecanismos de negociación ya

existentes o, en su defecto, podrían crearse otros nuevos, por ejemplo, en el seno de las Naciones Unidas. La carencia de un foro no debería constituirse en un obstáculo insuperable. Si así fuera, es probable que los países deudores se vieran cada vez más obligados a restringir los pagos, lo que aplazaría la solución definitiva de la crisis y aumentaría su costo.

V. LA OPCION DE RESTRINGIR LOS PAGOS EN FORMA UNILATERAL

No cabe duda que el mecanismo internacional de la deuda es una buena idea, pues es la que mejor expresa el principio de que los problemas públicos sistémicos exigen soluciones públicas. Tal vez esto explica por qué la propuesta de crear un mecanismo haya vuelto a surgir constantemente en los ocho años de debate acerca de cómo resolver el peso de la deuda y la transferencia excesiva de recursos. Pero es obvio que no basta con que sea una buena idea; sin apoyo político ésta no evolucionará más allá de ser sólo una más de las múltiples propuestas que han existido para encarar la deuda. Al respecto, el Plan Brady es hoy la única estrategia operante en el ámbito de las soluciones concertadas.

La mayoría de los observadores convendría en que es evidente que una solución concertada es la óptima para resolver el problema de la deuda y la transferencia excesiva de recursos. Sin embargo, hay que hacer hincapié en la palabra *solución*; una estrategia concertada que no constituye una solución no es necesariamente óptima para los deudores, los acreedores o la sociedad en general. En efecto, ya se ha visto que el enfoque concertado de las primeras tres fases de la estrategia internacional de manejo de la deuda ha sido incapaz de evitar el estancamiento del crecimiento y del desarrollo socioeconómico en los países deudores. Es más, es posible que haya contribuido incluso a incrementar el peso del sobreendeudamiento.

El Plan Brady posee los ingredientes básicos de una solución de largo plazo. Sin embargo, en el capítulo precedente se demostró que el Plan adolece de una grave falta de fondos y de coordinación, lo que alza el espectro de que la estrategia internacional de manejo de la deuda podría ser nuevamente insuficiente para cumplir con los requisitos objetivos de resolver el problema del sobreendeudamiento regional. Es más, fortalecer el Plan Brady no será tarea

fácil. La fuerza que lo impulsa es el Gobierno de los Estados Unidos; pero su capacidad para financiar iniciativas internacionales de gran envergadura se ve limitada por un grave desequilibrio fiscal. Queda por verse hasta qué punto los gobiernos europeos y el de Japón tendrán la voluntad y la capacidad de tomar a su vez medidas para manejar el problema.

En vista de este difícil panorama, podría ser un asunto muy costoso para los países de América Latina y el Caribe esperar que surja del mundo desarrollado una solución global para los problemas de la deuda y la transferencia. Naturalmente que, dadas las diferencias objetivas entre los países de la región, es indudable que algunos estimarán conveniente manejar su problema de la deuda dentro de los confines de la ortodoxia. Empero, otros ante el efecto desestabilizador de una transferencia excesiva de recursos al exterior, se han visto obligados a optar por una restricción unilateral de pagos del servicio de la deuda.

La finalidad de las restricciones unilaterales del servicio de la deuda observadas hasta ahora ha sido disminuir la transferencia de recursos a niveles inferiores a los que probablemente exigirían los acreedores. Por una parte, los atrasos (en los pagos) sirven para ganar tiempo y contar con financiamiento para realizar con eficiencia los ajustes económicos necesarios. Por otra, los atrasos fuerzan a los mercados a ajustar sus expectativas acerca del valor de la deuda y con ello presionan a la baja de los precios en los mercados secundarios. Esto a su vez crea las condiciones para negociar la liquidación de las obligaciones a menos de su valor nominal. Así, los atrasos pueden -aunque a costa de correr algunos riesgos- extraer por la fuerza financiamiento de un mercado crediticio privado que está cerrado y servir de instrumento de negociación para liquidar créditos sobrevaluados.

A. RESTRICCIONES DE PAGO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Las restricciones unilaterales del pago de la deuda pueden considerarse como la otra cara de la moneda de una estrategia mal concertada de manejo de la deuda. Por tanto, no es de extrañar que desde 1985 haya ido aumentando el número de países con atrasos en el pago del servicio de la deuda. En efecto, en 1987 el fenómeno de los atrasos se había casi generalizado. Salvo Colombia, que jamás ha tenido un sobreendeudamiento propiamente tal, entre los deudores problema de América Latina sólo México, El Salvador, Chile y Uruguay evitaron incurrir en serios atrasos con uno o más de sus acreedores externos durante 1989¹ (cuadro 11).

En el contexto de la actual crisis, las primeras restricciones prolongadas no negociadas de pagos en América Latina y el Caribe aparecieron en 1981-1982 en Costa Rica, Bolivia y Nicaragua.² Las restricciones más prolongadas se han registrado en Bolivia y Nicaragua (ininterrumpidas desde el periodo mencionado),³ Perú (desde 1984) y Honduras, Cuba y Costa Rica (desde 1986).⁴ La mayor parte de las restricciones han asumido la forma

de una acumulación silenciosa y oficiosa de atrasos. Sin embargo, Costa Rica en 1981 y Brasil a principios de 1987 declararon moratorias no negociadas.⁵ Entretanto, como se sabe, a mediados de 1985 Perú convirtió su restricción oficiosa en una limitación formal al declarar que el servicio de la deuda pública de mediano plazo se limitaría al equivalente al 10% de los ingresos de exportación del país.⁶

En general, la mayoría de los atrasos ha surgido como parte de un deterioro global del manejo económico (y a veces político) de un país deudor. Por esto, las restricciones de pagos a menudo se han desacreditado como una alternativa viable para la estrategia oficial de manejo de la deuda. Sin embargo, interesa señalar que al menos dos casos internacionalmente reconocidos "como de éxito" en el ajuste —los de Bolivia y Costa Rica— se han financiado en parte mediante restricciones no negociadas del pago de la deuda a los bancos comerciales privados.⁷ Dado que representan una buena proporción del limitado número de casos semejantes que pueden encontrarse durante los últimos ocho años, cabe concluir que, al menos en ciertas circunstancias, las restricciones de pago

¹ Venezuela incurrió en atrasos con los bancos comerciales hasta octubre de 1989, fecha en que logró obtener de los bancos un préstamo de enlace por 600 millones de dólares a fin de saldar 900 millones de dólares en atrasos.

² Para un análisis de los acontecimientos que condujeron a la restricción de pagos de Costa Rica, véase Adrian Rodríguez, "La deuda pública externa de Costa Rica: crecimiento, moratoria y renegociación", *Revista Ciencias Económicas*, vol. VII, Nº 2, 1987, pp. 13 a 35, y Juan Alberto Fuentes, "Deuda externa y ajuste en Costa Rica, 1982-1987", San José, 1988. Respecto a Bolivia, véase CEPAL, *Los bancos transnacionales, el Estado y el endeudamiento externo en Bolivia*, serie Estudios e Informes de la CEPAL, Nº 26, Santiago de Chile, 1983, capítulo 2. Publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: S.83.II.G.22.

³ Sin embargo, en 1988 Bolivia, utilizando recursos de donantes, recompró aproximadamente la mitad de su deuda con los bancos comerciales. Para detalles sobre la operación, véase Ruben Lamdany, "Voluntary Debt Reduction Operations: Bolivia, Mexico and Beyond ...", Washington, D.C., Banco Mundial, junio de 1988. Publicado también en inglés con el mismo título en *Revista de Análisis Económico*, vol. 4, Nº 1, Santiago de Chile, Programa de Postgrado en Economía ILADES/Georgetown University.

⁴ La restricción que estableció Costa Rica en 1981 terminó en 1983 cuando se sumó a la mayoría de los demás países latinoamericanos en la primera ronda de reprogramaciones de la deuda bancaria. Véase A. Rodríguez, *op. cit.* El país volvió a incurrir en atrasos prolongados en 1986. Sin embargo, según se mencionó en el capítulo III, a fines de 1989 Costa Rica llegó a un acuerdo en principio con su Comité de Dirección para recomprar casi 60% de la deuda bancaria (incluidos los atrasos) en el mercado secundario y convertir el resto en bonos de largo plazo.

⁵ La moratoria terminó en 1988. Sin embargo, el país volvió a incurrir en atrasos oficiosos a fines de 1989.

⁶ La restricción regía para la deuda contraída con anterioridad a julio de 1985. Además, excluía toda la deuda de corto plazo, la deuda de mediano plazo del sector privado, y la deuda pagada en especie. En julio de 1986, se incorporó en el límite del 10% la deuda de mediano plazo del sector privado. Para datos sobre la deuda servida y no servida en el Perú, véase CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 1988, *op. cit.*, cuadro 21 del capítulo sobre el Perú.

⁷ Para una revisión de la experiencia costarricense, véase Ennio Rodríguez, "A Path in the Maze: Costa Rica, Cross-Conditionality and Development", documento preparado para el IDRC Workshop on Cross-Conditionality, Washington, D.C., 5 al 7 de septiembre de 1989 y Juan Cariaga, "Bolivia's Structural Adjustment Program 1985-1989", documento presentado al Institute for International Economics Conference on Latin American Adjustment, Washington, D.C., 6 y 7 de noviembre de 1989.

Cuadro 11
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: PAISES CON ATRASOS RESPECTO
 A UNO O MAS ACREEDORES ^a**

	1986	1987	1988	1989
Exportadores de petróleo				
Bolivia	x	x	x	x
Ecuador	-	x	x	x
México	-	-	-	-
Perú	x	x	x	x
Venezuela	-	-	-	x ^b
No exportadores de petróleo				
Argentina	-	-	x	x
Brasil	-	x	-	x
Colombia	-	-	-	-
Costa Rica	x	x	x	x
Cuba	x	x	x	x
Chile	-	-	-	-
El Salvador	-	-	-	-
Guatemala	n.a.	x	x	x
Haití	n.a.	n.a.	x	x
Honduras	x	x	x	x
Nicaragua	x	x	x	x
Panamá	-	-	x	x
Paraguay	-	x	x	x
República Dominicana	x	x	x	x
Uruguay	-	-	-	-
Total	7	11	13	15

Fuente: CEPAL.

^a "x" indica la existencia de atrasos prolongados, es decir, durante varios meses en el año correspondiente.

^b En octubre se eliminaron los atrasos mediante un acuerdo provisional suscrito con los bancos que incluyó un préstamo de enlace de corto plazo por 600 millones de dólares.

pueden formar parte de un proceso ordenado de ajuste estructural.

B. LOS COSTOS DE LA RESTRICCIÓN DE PAGOS UNILATERAL

Ha sido costumbre considerar que el incumplimiento del servicio de la deuda es una empresa arriesgadísima para un país deudor. Por una parte, un país en mora irritará a sus acreedores y no tendrá acceso a nuevos créditos. Por otra, podría inducir graves represalias. Un estudio que comentaba en 1984 las consecuencias del incumplimiento, sostenía que:

"Además de las dificultades de acceso al crédito de largo y corto plazo, los países incumplidores podrían encarar represalias. Los acreedores extranjeros podrían embargar cualesquiera de los activos o exportaciones en el exterior de un país incumplidor (aerolíneas comerciales, barcos, cuentas bancarias, embarques de productos básicos, etc.)... Por cierto que en este caso las entidades privadas con intereses realmente grandes (sobre todo los grandes bancos) tratarían primero de restablecer un plan de pagos mediante negociaciones antes de intentar embargar los activos, porque cualquier activo que pudieran embargar sería poca cosa en relación con las obligaciones del país deudor. Pero en el caso de una incapacidad prolongada para restablecer negociaciones, estas entidades privadas podrían sumarse finalmente a las medidas tomadas por otros acreedores privados para confiscar activos y embarques.

En circunstancias más agresivas, tales como una declaración de moratoria junto con cambios internos en el gobierno anunciada en términos de culpar a las naciones occidentales, la reacción internacional oficial podría agravar las represalias privadas. En un caso extremo, las naciones occidentales podrían imponer embargos comerciales al país incumplidor. Tal

medida completaría el proceso de moverse hacia la autarquía, que sería lo que arriesga un país cuando decide entrar en una moratoria prolongada."⁸

Esta visión de los costos del incumplimiento es bastante ominosa. Además, no cabe duda que la imagen de represalias masivas que conjura fue un factor que contribuyó a la actitud de colaboración de la mayoría de los gobiernos de América Latina y el Caribe en las etapas iniciales del manejo oficial de la crisis.⁹

Naturalmente que la noción convencional de los costos del incumplimiento contiene algo de verdad, ya que de otro modo no figuraría en una discusión seria del problema de la deuda. En efecto, un incumplimiento podría tener consecuencias calamitosas de producirse una represalia externa masiva. Sin embargo, la experiencia histórica ha demostrado que la visión tradicional que exagera demasiado los costos que acarrearía una política que incluya la restricción unilateral de los pagos de la deuda, pues cuando se ha producido una represalia masiva del tipo que acaba de describirse, no ha obedecido al incumplimiento *per se*, sino a una confrontación política de mayor envergadura entre el gobierno deudor y uno o más de sus gobiernos acreedores.¹⁰ En efecto, en los pocos ejemplos contemporáneos en que se han aplicado dichas sanciones, la fuerza propulsora del fenómeno ha sido el poder ejecutivo del gobierno acreedor. Por ende, parece que la represalia comercial formaba parte de hecho de una iniciativa más amplia de política exterior frente al gobierno de un país deudor que por diversas razones había llegado a un grave problema diplomático con un país industrializado. En lo que respecta a las represalias coordinadas de los bancos comerciales, la experiencia ha demostrado que el incumplimiento era sólo un elemento incidental en el conflicto bilateral de política exterior.¹¹

⁸ Cline, *International Debt*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1984, pp. 90 y 91.

⁹ No obstante, el motivo primordial de cooperación fueron los valores compartidos de la ortodoxia financiera y el cálculo racional de cómo maximizar mejor los flujos de recursos. Véase CEPAL, *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe* (LC/G.1487/Rev.2-P), serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 72, Santiago de Chile, 1988. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.88.II.G.10 y CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 1988.

¹⁰ Esta tesis fue planteada originalmente por un escritor financiero del *Financial Times*, Anatole Kaletsky, en *The Costs of Default*, Nueva York, Priority Press, 1985.

¹¹ Los bancos comerciales suelen servir de instrumentos de la política exterior de los países industrializados. Véase J. Andrew Spindler, *The Politics of International Credit*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1984.

En el contexto del problema actual de la deuda, los países de América Latina y el Caribe han visto hasta ahora que mientras tengan relaciones generalmente amistosas con los gobiernos acreedores, los grandes bancos no han tenido motivos para contemplar la desestabilización sistemática de la economía del deudor. Y ahora con mayor razón, dado que los atrasos han pasado a ser una de las cosas de la vida en el problema de la deuda. Es más, desde el surgimiento del Plan Brady hay incluso una mayor disposición oficial a tolerar los atrasos como un componente transitorio del programa de ajuste.

La experiencia ha demostrado también que los bancos comerciales no llevan necesariamente todas las de ganar con la aplicación de represalias. Esto obedece a que el rendimiento tangible de un proyectado embargo de activos suele ser escaso en relación con los costos que acarrea. Primero, las acciones judiciales son caras, y cuando el demandado es un gobierno soberano, el resultado del juicio es siempre muy incierto.¹² Segundo, la cuantía de los activos del deudor que están al alcance del acreedor suele ser escasa en relación con el monto de la acreencia en litigio. Tercero, las cláusulas de prorrateo en los contratos de préstamo estipulan que un banco tiene que compartir a menudo cualquier ganancia proveniente de acciones judiciales con sus competidores, incluso aunque éstos no hayan colaborado en el financiamiento del juicio. Cuarto, los bancos con inversiones y otros negocios en el mercado interno del país deudor tienen que sopesar las improbables ganancias que podrían obtener de un juicio frente a las pérdidas potenciales que la perturbación o las represalias económicas podrían ocasionarle a esa actividad en el país.¹³ Quinto, un gobierno deudor que está preparado para sufrir represalias potenciales

tiene numerosas formas prácticas de protegerse contra una conducta agresiva; esto a su vez ha disminuido los beneficios pecuniarios y ha elevado los costos de toda política agresiva iniciada por una entidad crediticia.

En suma, el motivo principal para que un banco haya perseguido agresivamente en el plano jurídico a un deudor es para impresionar a los accionistas y/o crear un "efecto de demostración" que pudiera disuadir a otros países de imitar la estrategia. Sin embargo, aun así los bancos han tenido que sopesar este beneficio frente a otras consideraciones. Por una parte, con las represalias masivas se corre también el riesgo de crear un "mártir" que podría galvanizar a los países deudores para que adoptaran una iniciativa coordinada. Por otra, esta acción llama desmedidamente la atención sobre los préstamos problema y podría mover a las autoridades normativas y contables a emplear una interpretación más estricta del valor de los activos bancarios.

Sin embargo, las restricciones de los pagos del servicio de la deuda han resultado tener también costos importantes. En efecto, las restricciones han hecho más difícil el acceso a los nuevos créditos, aunque, como los bancos disponen de mayores reservas para pérdidas por préstamos, en muchos casos era poco probable de todas maneras que otorgaran préstamos netos de mediano plazo de gran volumen. Los créditos oficiales a las exportaciones han tendido asimismo a colapsarse durante la crisis.¹⁴ De este modo, el efecto práctico que ha tenido la restricción de pagos sobre los préstamos ha consistido sobre todo en un acceso más difícil a las líneas de crédito de corto plazo. Se ha producido también una disminución de los préstamos multilaterales cuando los gobiernos acreedores han mostrado poca tolerancia por los atrasos

¹² Tradicionalmente, los gobiernos han gozado de inmunidad de jurisdicción. Sin embargo, las tendencias legales de posguerra han tendido a restringir este privilegio. Por ejemplo, a fines de los años setenta tanto los Estados Unidos como el Reino Unido reinterpretaron la inmunidad, con lo que las actividades comerciales de los Estados soberanos quedaron sin protección contra la ejecución legal. Es más, la mayoría de los gobiernos latinoamericanos renunciaron oficialmente a su inmunidad de jurisdicción y ejecución en los contratos de préstamos sindicados. No obstante, el historial de acciones legales contra los gobiernos soberanos es tan limitado como el éxito obtenido con los embargos de activos soberanos. Véase Gonzalo Biggs, "Aspectos legales de la deuda pública latinoamericana: la relación con los bancos comerciales", *Revista de la CEPAL*, N° 25 (LC/G.1338), Santiago de Chile, abril de 1985, pp. 161 a 186 y Edgardo Barandarian y Felipe Larraín, "Towards Debt Reduction", Washington D.C., agosto de 1989.

¹³ Por ejemplo, el Citicorp posee una gran red de actividades comerciales en el mercado brasileño. En 1988 sólo Brasil representaba el 20% de los ingresos del Citicorp en el mundo. Véase Citicorp, *1988 Annual Report*, Nueva York, 1989.

¹⁴ Véase OCDE, *Financing and External Debt of Developing Countries: 1988 Survey*, París, 1989, p. 37.

en los pagos a los bancos comerciales. Sin embargo, cuando esa poca tolerancia iba acompañada de una mayor tolerancia por una transferencia excesiva de recursos al exterior, los esfuerzos por mantener los pagos al día con los bancos por lo general pesaban tanto en la economía del país que le era difícil en todo caso cumplir con los objetivos que condicionan los desembolsos de las instituciones multilaterales de crédito. Otro efecto de las restricciones de pagos ha sido la contaminación: una limitación de los pagos por cualquier prestatario importante ha alterado a veces el comportamiento del mercado con respecto a otros prestatarios de la región.

Asimismo, es muy probable que un país deudor con un prolongado historial de atrasos sufra apremios legales, por lo menos de parte de algunos de sus acreedores. En efecto, la información disponible sugiere que la mayoría de los países deudores con una restricción negociada de los pagos de la deuda han librado en una u otra ocasión escaramuzas legales con un banco acreedor. Tal vez el caso más celebrado sea el que se produjo en mayo de 1989, cuando el City Bank "destinó" (*"set aside"*) depósitos del Gobierno del Ecuador por valor de 80 millones de dólares a la compensación de un préstamo impago.¹⁵ Otros casos dados a la publicidad ocurrieron en 1981, año en que el Libra Bank y el Allied Bank demandaron a algunos bancos locales costarricenses por incumplimiento de sus obligaciones inducido por la moratoria declarada por el gobierno de este país.¹⁶ Entretanto, en 1985 el Riggs Bank de Washington, D.C., "neutralizó" (*"set off"*) un depósito del Banco Central del Perú basándose en que se trataba de una garantía por un crédito en mora sobre un banco estadual; hasta 1989 el caso no había sido resuelto y aún se encontraba en litigio. En 1986 y nuevamente en 1988 el Manufacturers Hanover neutralizó 900 000 dólares de depósitos peruanos. Se sabe también que Brasil y Argentina han tenido que hacer frente esporádicamente a acciones

judiciales emprendidas en su contra por algunos bancos descontentos.

Con todo, tal vez los riesgos más graves que haya enfrentado un país deudor no hayan estado en absoluto en su flanco externo. Así, la reacción más negativa ante una restricción de pagos ha provenido a veces de sectores de la propia sociedad del país deudor. Aparte de cualquier consideración ideológica, es comprensible que los bancos y las empresas nacionales que participan en el comercio sean susceptibles acerca de sus relaciones operativas con los bancos extranjeros y su acceso al crédito. Esto ha sido especialmente cierto cuando el sector privado mismo es solvente – como ocurre en algunos países de América Latina y el Caribe – y desea disociarse de los problemas de endeudamiento del gobierno. Además, los bancos comerciales han intuido a menudo la vulnerabilidad del gobierno frente a esos grupos y han tratado a veces de acrecentar la crítica pública de una restricción de pagos. Así, al no existir un amplio consenso dentro del país de que el sobreendeudamiento debe eliminarse, una restricción de pagos ha provocado a veces una reacción política interna que ha socavado el desempeño económico y la posición del gobierno, o por lo menos de su equipo económico. Un ejemplo de un país donde la restricción de pagos recibió considerable apoyo interno lo constituyó Perú en julio de 1985. En cambio, parece que desde sus inicios la moratoria de febrero de 1987 en Brasil disfrutó de poco apoyo interno, lo que explica en parte por qué no duró mucho tiempo.¹⁷

Por consiguiente, las restricciones de pagos no han estado exentas de costos. Sin embargo, cuando una restricción ha sido administrada en forma eficiente los efectos negativos de los atrasos se han mantenido en niveles tolerables. En todo caso, los países forzados a atrasarse en sus pagos deben considerar cuidadosamente los efectos, tanto positivos como negativos, de semejante medida.

¹⁵ Las "destinaciones especiales" (*"set asides"*) son una herramienta peligrosa de que disponen los bancos de los Estados Unidos. En efecto, sin perjuicio de una posible acción legal, la legislación estadounidense permite a los bancos aplicar automáticamente el dinero depositado en cuentas corrientes al pago de una deuda atrasada. Esto constituye claramente un método de acosamiento más conveniente que un juicio.

¹⁶ Para detalles de los casos, véase Biggs, *op. cit.*, pp. 183 a 185.

¹⁷ Véase Pablo Nogueira Batista, Jr., *Da Crise Internacional a Moratoria Brasileira*, Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1988, pp. 83 a 89.

C. ARTICULACION CON EL PLAN BRADY

Dado que el Plan Brady ha sugerido formalmente una mayor tolerancia oficial de los atrasos en los pagos de los países sometidos a programas de ajuste oficiales, la distancia entre una restricción unilateral de pagos y la estrategia internacional oficial de manejo de la deuda se ha estrechado claramente. Es más, cuando un país se ve obligado a adoptar semejante restricción, dicha situación se convierte potencialmente en un punto de partida para negociar un conjunto de medidas de reducción de la deuda al estilo del Plan Brady.

Cuando los bancos están recibiendo un servicio integral y oportuno de la deuda, negociar una reducción que elimine el sobreendeudamiento puede constituir una tarea muy difícil. Ello se debe a que los bancos compararán siempre cualquier acuerdo, por modesto que sea, con el *statu quo* y lo considerarán mucho peor. En cambio, la restricción de pagos señala la incapacidad material del deudor de servir su deuda dado lo apremiante de las circunstancias y la necesidad de negociar un acuerdo adecuado para reducirla. En estas circunstancias, las dos partes saben que el tiempo puede favorecer al país deudor porque un estancamiento de las negociaciones, que mantenga el *statu quo*, maximiza el alivio del servicio de la deuda. Además, es casi seguro que cualquier acuerdo formal de reducción de la deuda que en definitiva se concerte exigirá que el servicio de la misma aumente con respecto al *statu quo*, mejorando con eso la situación de los bancos aun cuando la reducción formal sea bastante significativa. Finalmente, en el caso del nuevo acuerdo el oportunismo no constituye tanto problema debido a que la alternativa del banco es aceptar el acuerdo de reducción de la deuda o mantener el *statu quo* con sus pagos reducidos o insignificantes.

Un requisito previo para negociar el conjunto de medidas de reducción de la deuda conforme al Plan Brady es suscribir un programa oficial de ajuste con las instituciones multilaterales de crédito. En principio, gracias

al Plan Brady, incluso un país con una restricción de pagos puede suscribir actualmente dicho programa y utilizarlo como plataforma para iniciar las negociaciones con los bancos. Una alianza con las instituciones multilaterales de crédito puede ser decididamente útil en muchos aspectos. Sin embargo, en determinadas circunstancias los países deudores han preferido evitar participar en un plan oficial de ajuste patrocinado multilateralmente, mientras que otros países han estado más dispuestos a participar en programas multilaterales de ajuste, pero han preferido aplazarlos hasta que su propio programa económico interno esté ya razonablemente bien consolidado.

Con respecto a este último grupo, se puede señalar que muchos países deudores han presentado una deficiente trayectoria en materia de resultados económicos. De este modo, incluso la credibilidad de un nuevo equipo económico a menudo ha sido inicialmente objeto de sospechas tanto en el plano interno como en el externo. La falta de credibilidad ha hecho que sea más difícil persuadir a los grupos nacionales de la sostenibilidad de un programa económico y de la conveniencia de negociar parámetros aceptables de ajuste con instituciones multilaterales de crédito escépticas. Además, a veces se ha considerado que la firma prematura de un acuerdo para establecer un programa de ajuste con esas instituciones multilaterales puede tener efectos secundarios indeseables.

En efecto, la falta de una trayectoria satisfactoria en el país ha significado que su sector privado juzga la calidad de un programa no por su solidez intrínseca sino por la norma "externa" de si el equipo económico puede alcanzar las tradicionales metas trimestrales (o a veces semestrales) que suelen establecer las instituciones multilaterales de crédito. Además, esas metas a menudo implican parámetros que los gobiernos sólo pueden controlar parcialmente.¹⁸ Este hecho, unido a las incertidumbres normales de emprender un programa global de ajuste económico, ha significado que el equipo económico puede exponerse al riesgo de los efectos desmoralizadores de una meta fallida aun

¹⁸ Véase Richard Lynn Ground, "A Survey and Critique of IMF Adjustment Programs in Latin America", en CEPAL, *Debt Adjustment and Renegotiation in Latin America. Orthodox and Alternative Approaches*, Boulder, Colorado, Lynne Rienner Publishers, Inc., 1986, pp. 101 a 158.

cuando el programa mismo sea básicamente correcto. Además, la mala publicidad que acompaña a una meta fallida podría minar la credibilidad de las autoridades económicas y debilitar su capacidad de negociación interna y externa.

En resumen, cuando las autoridades económicas nacionales carecen al principio de credibilidad interna y externa, a menudo se ha considerado desaconsejable suscribir de inmediato un acuerdo de ajuste multilateral. La negociación de un acuerdo aceptable ha sido difícil, ya que los organismos multilaterales han estado renuentes a conceder a las autoridades el beneficio de la duda cuando se producía desacuerdo respecto de la naturaleza del programa. Además, las autoridades han estimado también que durante el delicado lanzamiento del programa su calidad será juzgada "externamente" según el éxito que tenga en cumplir objetivos que pueden o no reflejar la solidez estructural de la política económica. La importancia de la opinión externa ha aumentado también la vulnerabilidad de las autoridades ante la posible presión oficial para suscribir un acuerdo relativo a la deuda con los bancos que pudiera ser insatisfactorio.

Estas y otras consideraciones han dado origen a casos en América Latina y el Caribe en que las autoridades económicas nacionales han optado por introducir su programa económico sin el apoyo de un acuerdo oficial de ajuste suscrito con las instituciones multilaterales de crédito. Sin embargo, a veces se ha mantenido contacto con dichas instituciones mediante conversaciones oficiosas, como se prevé en el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI. En todo caso, únicamente cuando el programa económico estaba bien consolidado y se había establecido una trayectoria satisfactoria se acercaban las autoridades a las instituciones oficiales de crédito para convenir un programa de ajuste. Es más, si este programa lograba éxito y obtenía la aceptación internacional, las instituciones multilaterales de crédito se encontraban bajo cierta presión moral para apoyarlo.

Otro beneficio de establecer una trayectoria probada es que pone a las autoridades en mejores condiciones para obtener y hacer cumplir de parte de las instituciones multilaterales de crédito el compromiso de respetar la capacidad de pago de un programa

económico exitoso. En efecto, como se propuso en el capítulo anterior, una condición previa para un programa oficial de ajuste debería ser idealmente un acuerdo explícito entre el país y la o las organizaciones multilaterales de crédito acerca de la magnitud apropiada de reducción de la deuda y de su servicio que se exigirá de los bancos, así como el firme compromiso *ex ante* de dichas entidades de tolerar los atrasos prolongados en caso de que los bancos no estén dispuestos a aceptar los parámetros convenidos.

El programa boliviano siguió un enfoque similar al descrito y tuvo éxito. En 1985 el equipo económico del nuevo gobierno enfrentaba problemas de credibilidad debido a una larga historia de resultados económicos deficientes. En consecuencia, el gobierno decidió iniciar su propio programa de ajuste aun cuando los organismos multilaterales oficiales estaban escépticos. El programa económico mismo era de carácter ortodoxo, con la excepción de los pagos externos, que el nuevo gobierno continuó restringiendo a pesar de las fuertes presiones de los bancos y del FMI para que reanudara el servicio de la deuda. Fue sólo después de un año, cuando el programa económico ya estaba mostrando señales de consolidarse, que las autoridades trataron de establecer un programa oficial de ajuste con el FMI. Gracias a su tenacidad y su capacidad de negociación, el gobierno llegó a un acuerdo con el Fondo sin reanudar los pagos a los bancos: situación que sentaba precedentes. En 1988, desde una posición de atrasos en los pagos, negoció la recompra de la mitad de la deuda bancaria a 11 centavos por dólar. Sin embargo, dado que en el acuerdo también se condonaron 150 millones de dólares en mora, el costo real para Bolivia fue de alrededor de 7 centavos por dólar. Además, la deuda que los bancos no ofrecieron vender continuó acumulando atrasos en los pagos. En 1989, de nuevo utilizando recursos de donantes, el país silenciosamente recompró un tercio de la deuda restante, cuyo servicio no se había atendido, a 11 centavos por dólar.

Una variante de este enfoque se aplicó también en Costa Rica. Desde 1982 sus políticas de ajuste, aunque menos ortodoxas, presentaban una trayectoria encomiable. El nuevo gobierno, que asumió el poder en 1986, introdujo un programa económico que reforzó significativamente dicho esfuerzo. En vista de la severa carga de la deuda tuvo que usar los

atrasos con los acreedores como instrumento de financiamiento. Sólo después de consolidado el programa económico del nuevo gobierno se acercaron las autoridades al FMI y negociaron un programa de ajuste. A comienzos de 1987, se llegó a un acuerdo respecto de un programa oficial, pero con la nueva peculiaridad de que se tolerarían los atrasos y como ya se mencionó, en 1989 el país, desde una posición de atraso en los pagos, ofreció recomprar su deuda a los bancos a aproximadamente 16 centavos por dólar.

D. LA ADMINISTRACION DE LA RESTRICCIÓN DE PAGOS

Se recuerda que las restricciones de pagos constituyen uno de los hechos de la vida en el problema de la deuda, ya que la mayor parte de los países de América Latina y el Caribe se encuentran en esta situación. La mayoría de los países están interesados en lograr con los bancos un acuerdo sobre un conjunto de medidas de reducción de la deuda al estilo Plan Brady. Sin embargo, dado que éste plantea como requisito previo haber suscrito un acuerdo con el FMI, tomará a muchos países deudores tiempo organizarse para convenir un programa oficial de ajuste auspiciado en forma multilateral. Entretanto, la administración eficiente de la actual restricción de pagos constituirá una condición previa para un proceso ordenado de ajuste.

Existe actualmente una experiencia bastante dilatada con las restricciones de pagos en América Latina y el Caribe como para pasar a describir algunas de las políticas que los países han utilizado en realidad para minimizar los costos de los atrasos.¹⁹

1. El punto de partida: un programa económico coherente

Ha habido un creciente reconocimiento en la región de que una restricción de pagos y una disminución de la transferencia de recursos hacia el exterior no constituyen un fin en sí mismas, sino más bien únicamente un instrumento para alcanzar alivio y

financiamiento temporales en apoyo de un programa económico cuyo objetivo es lograr el ajuste estructural. Además, al igual que un programa económico puede necesitar el respiro que proporciona una restricción de pagos, para ser razonablemente eficiente la restricción misma necesita el apoyo de un programa económico coherente. Es más, la experiencia ha demostrado que cuando carecen de ese respaldo la restricción puede entrañar costos políticos y económicos excesivamente elevados que la desacreditan como medio para neutralizar el sobreendeudamiento y la transferencia excesiva de recursos hacia el exterior.

Aparte de su valor intrínseco, la experiencia demuestra que un programa económico coherente le presta credibilidad a una restricción de pagos y la hace más eficaz como instrumento de política económica. En primer lugar, un programa económico razonable sirve para darle una definición más legítima porque crea algún criterio objetivo y respetable sobre el cual se puede determinar la capacidad de pago. En segundo lugar, disipa también hasta cierto punto sus connotaciones negativas. Ello se debe a que los agentes económicos internos tienden a recelar menos de una restricción cuando está vinculada a un programa económico que les inspira respeto y suscita expectativas de mejores resultados económicos nacionales, con las correspondientes oportunidades de obtener utilidades. Además, los acreedores extranjeros han mostrado cierta renuencia a acosar un país que ha venido recurriendo a los atrasos para financiar un programa económico respetable. Por una parte, el programa les ofrece perspectivas de que mejore la capacidad de servir la deuda pendiente y, por otra, la reacción pública podría ser muy adversa a los actos hostiles contra un gobierno deudor que manifestare intenciones económicas serias. Por último, los gobiernos acreedores y las instituciones multilaterales de crédito se han mostrado más pacientes y amigables con un país que está tratando de alcanzar objetivos económicos respetables.

¹⁹ La CEPAL ha llevado a cabo estudios de casos detallados de la experiencia con las restricciones de pagos en América Latina y el Caribe durante los años ochenta. Muchos de los argumentos planteados en esta sección han sido extraídos de esos estudios de casos. Los estudios por países se publicarán a principios de 1990 como parte de un volumen especial que versará sobre la administración de la restricción del servicio de la deuda en la región.

Qué es lo que se entiende exactamente por un programa económico coherente puede ser objeto de debate. Sin embargo, los programas que han logrado éxito evidentemente han abordado algunas cuestiones macro-económicas básicas relacionadas con la competitividad internacional y el ajuste externo (incentivos estables para la producción de exportaciones y de sustitutos de las importaciones), así como el ajuste interno (inflación, desequilibrio fiscal, desequilibrios sociales, reglas estables del juego para el sector privado, etc.).

El crecimiento económico también ha sido un objetivo. Sin embargo, los programas económicos sostenibles se han preocupado igualmente de asegurarse de que la restricción de pagos de la deuda no se convirtiera en una excusa para crear un auge económico insostenible de tipo populista. Después de todo, la restricción de pagos puede aliviar un apremio externo, pero no eliminarlo. De este modo, los programas coherentes han administrado prudentemente la demanda interna en forma compatible con el mantenimiento, o la acumulación, de niveles suficientes de reservas internacionales. Los programas económicos que han tendido a agotar las reservas rápidamente se tornan insostenibles y hacen que el sector privado nacional, los bancos extranjeros y los gobiernos acreedores pierdan la confianza. Esto ha creado una vulnerabilidad inherente en el programa económico que ha hecho más difícil y costoso administrar una restricción de pagos.

2. Establecimiento de la base política

Por lo general, las restricciones de pago han exigido también una gestión política cuidadosa.

La fortaleza y eficacia de una restricción de pagos con respecto a un ajuste ordenado ha dependido mucho del surgimiento de un consenso político nacional que apoye la idea de que semejante política es razonable a la luz de las limitadas opciones que ofrecen los acreedores. Este proyecto político ha recibido a veces la ayuda de un programa concebido para informar a los ejecutivos de empresas privadas, a los dirigentes políticos y, en forma más general, al público acerca de las perversas consecuencias que acarrearán a la nación el

sobreendeudamiento y la transferencia de recursos al exterior.

Dado que, como se señala más adelante, es importante tomar medidas conciliatorias hacia los acreedores, las campañas informativas más eficaces han evitado las hipérboles y los ataques acerbos a las instituciones de crédito. Más bien, el procedimiento ha consistido en ofrecer un flujo continuo de información objetiva al público sobre los efectos adversos del sobreendeudamiento y las insuficiencias de la estrategia oficial de manejo de la deuda. En un caso los comentarios de la televisión y de la prensa fueron complementados con seminarios públicos que reunieron a la elite de los empresarios nacionales, los políticos locales y respetados expertos nacionales y extranjeros.²⁰ Al destacar los costos excesivos de servir una deuda artificialmente sobrevaluada –por ejemplo, impuestos más elevados y un menor crecimiento– las autoridades suministraron información pertinente a los agentes económicos y ayudaron a evitar las consecuencias indeseables de una pérdida de confianza.

En resumen, ya que una de las mayores amenazas a una restricción de pagos es una reacción interna adversa, las autoridades de varios países han tratado de establecer la base política para llevar a la práctica ese curso de acción. Asimismo, ha resultado ser estratégicamente importante lograr el apoyo (aunque sea sólo pasivo) de importantes segmentos de la comunidad empresarial. En los casos en que no se ha alcanzado un consenso interno razonable sobre la incapacidad de servir el sobreendeudamiento, por lo general una restricción de pagos ha tenido costos políticos y económicos inaceptablemente elevados.

3. Tratamiento de los diferentes acreedores

En la crisis actual, los gobiernos endeudados han actuado basándose en el supuesto de que las restricciones conciliatorias de pagos corren el menor riesgo de crear problemas en el frente externo. El criterio empleado ha sido considerar la restricción como una circunstancia especial causada por el peso aplastante de la transferencia de recursos al exterior y el imperativo de financiar un

²⁰ Costa Rica aplicó esta estrategia en 1985 y 1986.

programa económico interno que supone un ajuste estructural eficiente. Asimismo, las autoridades han tenido cuidado de no destacar la restricción de pagos en sus pronunciamientos sobre política económica, a fin de mantener la flexibilidad para tratar el tema. En efecto, generalmente las autoridades no querían que la restricción de pagos se convirtiera en el centro político de atención en la formulación de políticas económicas.

Salvo una situación catastrófica, la mayoría de los países deudores han sido selectivos, por lo menos al principio, respecto de la deuda cuyo servicio se ha restringido. No obstante, a veces ha existido la noción de que esa selectividad podría aislar claramente a cierto grupo de acreedores, permitiendo con ello que las relaciones crediticias prosigan normalmente con otros tipos de acreedores que no han sido afectados por la medida. La experiencia ha demostrado que con la excepción de líneas de crédito renovables de corto plazo, esto puede ser un error de cálculo. Por ejemplo, la restricción del servicio de la deuda a los bancos comerciales con frecuencia ha afectado negativamente la disposición crediticia de muchas instituciones del Club de París. A menos que el país haya disfrutado de una muy buena disposición entre la mayoría de los gobiernos acreedores, a veces las juntas de directores de las instituciones multilaterales han ordenado también sutilmente aminorar el ritmo de los desembolsos de esas organizaciones.

El mismo principio se ha aplicado a distintas entidades deudoras. A veces los gobiernos han concedido exenciones a determinados prestatarios nacionales, permitiéndoles atender el servicio de la deuda que de otra manera se estaba restringiendo. El motivo, por lo general, ha sido permitir a este deudor en particular distinguirse de la situación general para que pueda mantener relaciones normales con sus acreedores extranjeros. En la práctica, sin embargo, pocos acreedores extranjeros discriminan en forma tan fina, así que habitualmente la entidad deudora eximida no ha recibido un trato muy diferente al de otros prestatarios que estaban respetando la restricción de pagos.

De este modo, a menudo ha resultado presuntuoso esperar que la aplicación selectiva de una restricción preserve por sí sola un acceso confiable a ciertos tipos de crédito. La

experiencia ha demostrado que cuando un gobierno empieza a considerar la aplicación de una restricción sistemática del servicio de la deuda a uno o más grupos de acreedores, una hipótesis realista de trabajo es que todas las demás fuentes de crédito se verán afectadas por esa política. Toda excepción a esta regla general puede tratarse como algo caído del cielo y no como un pilar sobre el cual se puede apoyar una decisión de restringir los pagos. En efecto, una visión excesivamente optimista de la capacidad de un país para aislar a determinados acreedores de los efectos de una restricción de pagos ha creado a menudo una escasez inesperada de financiamiento disponible, lo que en definitiva ha debilitado la administración de la restricción. De este modo, la selectividad ha funcionado eficazmente sobre todo como un instrumento táctico dirigido a minimizar el número de frentes problema con acreedores extranjeros.

a) *Instituciones multilaterales de crédito*

Al determinar dónde aplicar una restricción, la mayoría de los deudores han tratado de evitar los atrasos con las instituciones multilaterales. Esto es cierto aun cuando se haya producido con ellas una transferencia neta negativa. En efecto, se ha reconocido que las instituciones oficiales del desarrollo constituyen la responsabilidad colectiva de todos los gobiernos miembros. La continuación del servicio normal de estas obligaciones se ha considerado como una inversión para el futuro. Por una parte, incurrir en atrasos con las instituciones multilaterales de crédito podría ser interpretado por terceros como un acto de desesperación que desacredita el manejo general del proceso de ajuste interno por las autoridades económicas. Por otra, estas organizaciones no están constreñidas por una evaluación privada del riesgo y, por consiguiente, potencialmente son una fuente flexible de financiamiento. De este modo, si bien actualmente puede registrarse una transferencia negativa, ella podría rápidamente convertirse en una transferencia positiva gracias a un vuelco favorable de los acontecimientos, por ejemplo, un programa económico verosímil o un arreglo satisfactorio de los atrasos en los pagos con un número significativo de acreedores como parte del proceso de reestructuración de la deuda. Sin

embargo, si un país ha acumulado un monto significativo de atrasos con las instituciones multilaterales, esa situación limita la posibilidad de que éstas respondan con prontitud ante las cambiantes circunstancias. Es más, ya que esas organizaciones no reprograman las deudas, ha resultado muy difícil encontrar medios apropiados de liquidar los saldos impagos que se les adeudan.

b) *Bancos comerciales*

Las restricciones de pagos se han utilizado principalmente respecto a la deuda con los bancos comerciales. En principio, los préstamos vigentes de estos últimos en América Latina y el Caribe se originaron en el cálculo de mercado del "rendimiento/riesgo de incumplimiento" de sus préstamos. Si bien los préstamos han generado un rendimiento, ese riesgo de incumplimiento se ha materializado en los años ochenta. En una época de difícil situación externa e interna, el país deudor que efectuare el servicio de la deuda a una tasa muy superior a los precios del mercado secundario, podría tener que pagar un costo muy elevado desde el punto de vista del crecimiento y el empleo. Así, de ser imposible negociar un nivel realista de servicio de la deuda, la restricción de pagos puede tornarse inevitable.

En los casos en que se ha aplicado la restricción, han surgido muchos menos problemas en aquellas situaciones en que se introdujo con la menor fanfarria posible. Se ha demostrado también que los efectos negativos de la decisión pueden diluirse permitiendo a los participantes en el mercado anticiparse al acontecimiento. En el pasado, esto ha creado condiciones para un "aterrizaje suave" de todos los participantes. Una estrategia que se ha empleado entrañaba informar discretamente a los acreedores y al público de que si no se podía negociar un acuerdo para rebajar los pagos en efectivo a una cantidad predeterminada de dólares para la fecha en que debía efectuarse un pago de intereses importante, el país – en el contexto de las posibilidades de su programa económico – no tendría la capacidad para efectuar el pago total de los montos programados de servicio de la deuda. Al evitar

las sorpresas, la restricción dejaba de ser un hecho extraordinario para el sector privado.

Salvo en las circunstancias más extremas la restricción del servicio de la deuda a los bancos se ha limitado a la deuda de mediano plazo. Las líneas de crédito de corto plazo son un negocio lucrativo y casi libre de riesgo para los bancos y son necesarias para el desenvolvimiento normal de las relaciones de comercio exterior. El servicio continuo y puntual de las líneas de crédito de corto plazo por lo general ha alentado a los bancos a seguir operando con esos préstamos. Asimismo, los países que han permitido que el sector privado esté exento de la restricción de pagos a los bancos le han impartido cierto dinamismo al problema de la deuda, lo que ha servido para reducir tensiones en el sector privado, ya que los que deseaban servir su deuda podían hacerlo. La viabilidad de esta última medida ha dependido por supuesto del monto total de la deuda del sector privado y de la disponibilidad de divisas.

Una variante de este último enfoque ha sido propuesta recientemente como solución temporal para un país donde la restricción primaria del servicio de la deuda es de carácter fiscal. Esta estrategia ha sido denominada "descentralización" del problema del servicio de la deuda. Implica el retiro de las garantías del gobierno central sobre la deuda, a la vez que permite a cualquier deudor nacional (privado o público) que quiera hacerlo y posea moneda local suficiente servir sus obligaciones como considere oportuno.²¹ En un caso de restricción fiscal, el grueso de la deuda corresponde a entidades del sector público que se encuentran en un estado financiero delicado; por lo tanto, mientras el servicio de la deuda no se utilice para ocultar la fuga de capitales, no debería presionar demasiado sobre la balanza de pagos. El propósito principal de este tipo de propuesta también es introducirle algún dinamismo al problema de la deuda y aliviar las tensiones en torno a la restricción de pagos. Se ha sostenido asimismo que esta manera de administrar una restricción de pagos ayuda a los bancos a reconocer que en un caso de limitación fiscal la capacidad de pago no puede ser determinada por el análisis tradicional de una brecha de balanza de pagos.

²¹ La idea de descentralizar la deuda en países fiscalmente restringidos es de Carlos Eduardo de Freitas, ex Director del Banco Central del Brasil. Véase Carlos Eduardo de Freitas, "Descentralizar a Renegociação de Nossa Dívida Externa", *Gazeta Mercantil*, 4 de julio de 1989.

En cualquier caso, algunos países han tratado de demostrar su buena voluntad pagando parte del servicio de la deuda de las obligaciones de mediano plazo cubiertas por la restricción. Los pagos parciales han ofrecido también un elemento disuasivo práctico para evitar represalias: el acreedor está por lo menos recibiendo algún rendimiento por sus activos, lo que podría ser puesto en peligro por medidas hostiles.

Una fórmula para efectuar pagos parciales que se ha aplicado en América Latina ha sido establecer una norma simple, como declarar por ejemplo que el servicio de la deuda está limitado a un determinado porcentaje de las exportaciones o del PIB. Fórmulas simples como éstas han tenido la ventaja de establecer una base ordenada para el servicio de la deuda. Asimismo, han colocado a los acreedores en una posición cuasi accionaria en el país, es decir, mientras mejor le vaya al país mayor será el servicio de la deuda que recibirán los bancos y viceversa. Sin embargo, un inconveniente de semejante enfoque es su formalidad, que ha hecho resaltar el carácter unilateral de la restricción más de lo que algunos países hubieran deseado.

Un método no tan simple, seguido por la mayoría de los países de la región, consiste en la aplicación de una fórmula de pagos más informal, en virtud de la cual un país hace discretos pagos periódicos a los bancos sobre la base de la disponibilidad de flujos de fondos del programa económico. Por lo general, esos pagos no se han efectuado conforme a un calendario establecido o en cantidades fijas. De ese modo, los países de que se trata han evitado crear falsas expectativas acerca de lo que se ha de pagar durante un período dado. En cierto modo, la irregularidad del pago es el costo que los bancos deben pagar por no negociar un arreglo definitivo de la deuda.

Por lo general los bancos han insistido en que el pago parcial se aplique a los atrasos, mientras que los países deudores a menudo se han opuesto a tal medida señalando a los bancos que los desembolsos periódicos son

para el pago parcial del servicio de la deuda actualmente programado y no para los atrasos acumulados. En efecto, dado que los atrasos representan la parte sobrevaluada de las acreencias de los bancos, diversos países no han querido reconocerlos durante una restricción de pagos.²²

Asimismo, con el objeto de mantener una posición fluida respecto de la deuda, muchos países con restricción de pagos han hecho genuinos esfuerzos para asegurarse la continuidad del diálogo y las negociaciones con los bancos. Por lo general se ha asignado al problema un equipo cercano al Ministro de Hacienda o al Presidente del Banco Central a fin de intercambiar permanentemente con los acreedores opiniones acerca de modos de resolver las reclamaciones. Los equipos eficientes de negociación habitualmente han planteado propuestas concertadas y constructivas para ocuparse del problema del servicio de la deuda. Dadas las diferentes situaciones financieras de los bancos y el conjunto de posibilidades que pueden surgir gracias a las técnicas financieras creativas, en definitiva la mayoría de los países han resultado ser flexibles respecto al diseño de los instrumentos financieros. El único ámbito en que la inflexibilidad ha sido claramente inevitable es en el monto del servicio de la deuda pagado en efectivo: la mayoría de los países han tratado de hacerlo compatible con las capacidades de pago de mediano plazo de sus respectivos programas económicos.

En el curso de las negociaciones a veces se ha propuesto que un país deudor pase por alto al comité de dirección en sus conversaciones con los bancos. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que esta estrategia es improductiva porque no existe ninguna otra manera práctica de mediar en conversaciones con cientos de bancos en todo el mundo. Es más, los intentos por llevar a cabo conversaciones bilaterales especiales con los bancos fuera del comité de dirección por lo general no han logrado transmitir ningún mensaje coherente a la comunidad bancaria en

²² Esta posición tiene méritos técnicos. Los atrasos forman parte de las acreencias sobrevaluadas y en tal calidad deberían ser tratados cuando surja la oportunidad de negociar un arreglo definitivo de ellas. Es más, existe un precedente en la historia y en la crisis actual (como se ilustra en la recompra hecha por Bolivia) de condonar la totalidad o parte de los atrasos acumulados antes de la liquidación final de una deuda. Para el caso histórico, véase Marilyn Skiles, "Latin American International Loan Defaults", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper N° 8812, abril de 1988, pp. 24 a 34 y Barbara Stallings, *Banker to the Third World*, Berkeley, University of California Press, 1987, pp. 58 a 106.

general. De hecho, el comité de dirección llena un vacío en la comunicación entre los bancos y hasta ahora no se ha probado que haya otra alternativa práctica que no sea la de relacionarse con él. En caso de que haya dificultades para convocar a una reunión del comité de dirección, algunos países han tratado de celebrar conversaciones bilaterales oficiosas con algunos de sus miembros. Además, esto ha resultado ser más factible hoy que hace algunos años porque la coherencia de los comités de dirección ha sido debilitada por la creciente divergencia de opinión en la comunidad bancaria acerca de cómo tratar el problema de la deuda.²³

La experiencia ha demostrado también que en las negociaciones los bancos han tratado con frecuencia de promover "acuerdos provisionales" con el prestatario para eliminar atrasos, fundándose en que no podían celebrar conversaciones serias con los deudores hasta que no se eliminaran los pagos atrasados. Si bien algunos países han reaccionado ante esta posición a la luz de las circunstancias objetivas de las negociaciones, como regla general las propuestas de acuerdos provisionales han sido tratadas con extrema cautela, a fin de evitar la aceptación prematura de una posición que pudiera favorecer demasiado a los bancos. Por razones análogas a las aducidas en los párrafos anteriores, algunos países han sostenido legítimamente que los atrasos constituyen una consecuencia de la sobrevaloración de la deuda y, que, por consiguiente, no pueden ser excluidos de las negociaciones para alcanzar un arreglo final del problema del servicio de la deuda.

Finalmente, durante las negociaciones con los bancos algunos países han considerado útil hacer esfuerzos para mantener a los gobiernos acreedores y a las instituciones multilaterales de crédito plenamente informados de todos los acontecimientos relacionados con los bancos, incluidas las propuestas y las contrapropuestas. La iniciativa se ha presentado en forma natural, como un gesto de cortesía, más bien que como una excusa para solicitar favores durante las negociaciones.

c) *Los acreedores del Club de París*

Muchos países deudores se encuentran atrasados en los pagos que deben hacer a los

acreedores del Club de París. Ello se debe en parte a que los organismos que otorgan créditos a las exportaciones a menudo han adoptado una visión conservadora de la capacidad de reembolso y han restringido severamente sus nuevos créditos, incluso a prestatarios problemáticos que se encuentran al día en sus pagos. En este caso es difícil resumir las estrategias de negociación para liquidar los atrasos y las cargas excesivas del servicio de la deuda, porque los parámetros han sido determinados en su mayor parte en forma política y no comercial. Es más, las dimensiones burocráticas y políticas de una negociación del Club de París han inducido a los acreedores a adoptar posiciones que abarcan toda la gama posible, desde sumamente rígidas a extremadamente flexibles, según el caso de que se trate.

4. Medidas de protección

Dado que las restricciones de pagos constituyen una forma desacostumbrada y unilateral de limitar la transferencia de recursos al exterior, algunos acreedores privados han reaccionado de manera hostil. Es más, las reacciones hostiles son ahora más probables que nunca, ya que con mayores reservas para pérdidas por préstamos los bancos pueden considerar más fácilmente la posibilidad de singularizar un país como ejemplo de los costos que reviste el incumplimiento. En la sección precedente ya se han señalado las formas elementales con que algunos países han tratado de atenuar tal reacción. Sin embargo, varios países deudores han adoptado las siguientes medidas adicionales, o complementarias, de protección.

a) *Reservas internacionales*

Aparte de su valor intrínseco para la política económica las reservas han constituido también un elemento clave de negociación con los bancos, porque proporcionan más autonomía a un país que está restringiendo los pagos de la deuda. Esta es la razón por la que toda restricción de pagos ha incluido también políticas para acumular reservas hasta llegar a

²³ Véase Ipsen, "The embattled debt negotiators", *Institutional Investor*, septiembre de 1989, pp. 87 y 88.

niveles cómodos y para protegerlas contra medidas hostiles.

Existen por lo menos dos mecanismos que los bancos han utilizado para apropiarse de las reservas de un país deudor: uno consiste en recurrir a los tribunales para tratar de conseguir un embargo por una obligación impaga; el otro, es aprovecharse de las leyes de ciertos países que permiten que los bancos, sin perjuicio de efectuar el cobro por medios legales, "destinen" ("*set aside*") automáticamente a otras partidas los depósitos de clientes que se encuentran en mora. Aun cuando surgen serias dudas acerca de la legalidad de embargar los activos de un gobierno soberano, las leyes sobre inmunidad soberana han llegado a ser lo suficientemente flexibles como para alentar a algunos acreedores a tomar medidas de esta especie.

En consecuencia, varios países que consideran la posibilidad de restringir sus pagos han retirado discretamente las reservas que mantenían depositadas en bancos comerciales en general, pero especialmente en aquellas instituciones con las que mantienen obligaciones pendientes de pago. Esto se ha hecho gradualmente, mientras que los pagos de las exportaciones se han canalizado por intermedio de instituciones consideradas seguras.

El Banco de Pagos Internacionales, con sede en Basilea, Suiza, ha sido utilizado por algunos gobiernos para depositar en forma segura su oro y monedas. Sin embargo, el Banco paga tasas de interés inferiores a las del mercado; asimismo, se ha sabido que no paga intereses por depósitos que su Junta considera "excesivos". De este modo, la seguridad ha tenido su precio, precio que los países han tenido que tomar en cuenta al calcular el costo de una restricción de pagos. Se ha sabido también que los países deudores con muy buenas relaciones diplomáticas con un gobierno acreedor han depositado en custodia en el Banco Central de éste reservas expresadas en la moneda de ese país.

Se ha sabido que bancos comerciales que se encuentran fuera de las zonas potenciales de conflicto y que no tienen acreencias de mediano plazo sobre el país han procurado atraer los depósitos de los países deudores. Entre estos bancos también se han incluido filiales de bancos de confianza situados en centros financieros extraterritoriales. Una práctica general de esos bancos ha sido ofrecer

una "carta de aliento" en la que la matriz de la filial promete respaldar el depósito con toda su palabra y crédito. Además, con frecuencia los países han solicitado a un banco la "promesa de abstención" oficial de no embargar los depósitos del país. Sin embargo, los países de la región han encontrado que la negociación de dichos compromisos es lenta y prolongada. La experiencia ha demostrado también que un país puede alcanzar a veces un satisfactorio acuerdo de caballeros con un gran banco.

b) *Líneas de crédito de corto plazo*

Se reitera que las líneas de crédito de corto plazo son sumamente vulnerables a las interrupciones, porque su renovación está sujeta con frecuencia a la discreción de un banco. Algunos países deudores mantienen líneas "cautivas" que los bancos han convenido en mantener pendientes como parte de un acuerdo global de reprogramación. Sin embargo, en una situación de restricción de pagos, ciertos bancos han demostrado no estar dispuestos a respetar esos compromisos.

En años recientes, los países deudores han visto que se ha ejercido menos presión sobre sus líneas de crédito de corto plazo cuando la restricción de pagos i) ha sido conciliatoria, ii) ha excluido explícitamente el crédito de corto plazo, y iii) ha formado parte de un programa económico serio que no amenace la conservación de niveles prudentes de reservas internacionales. En estas circunstancias, los instintos de lucro del banco han obrado a favor del deudor: las líneas de crédito de corto plazo son lucrativas y están casi libres de riesgo, siempre y cuando no se prevea que la economía del país vaya a caer en picada. De este modo, mientras más dominio tiene un país de su propia situación económica, tanto más fácil le ha sido el acceso a las líneas de crédito de corto plazo. En cambio, cuando ha habido señales de que el gobierno está perdiendo su dominio sobre la política económica, las líneas de crédito a corto plazo se han erosionado rápidamente.

Dada la importancia que tienen las líneas de crédito de corto plazo en el financiamiento del comercio de importación y exportación, y por lo tanto en el ajuste, los países deudores han considerado útil protegerlas. Un sistema empleado en los casos en que ha habido una grave amenaza para el crédito de corto plazo ha sido "congelar administrativamente" las

líneas pendientes exigiendo que todos los pagos de la deuda se hagan directamente al banco central del país deudor. A su vez, el banco central se ha negado a permitir que los bancos comerciales retiren la línea, y les ha permitido solamente volver a destinarla al mismo prestatario o a otro prestatario del país. La tasa cobrada por la línea ha sido determinada por las negociaciones sostenidas entre el deudor y el banco comercial. Sin embargo, el banco central por lo general ha establecido un plazo mínimo de vencimiento para el crédito de corto plazo cuando ha descubierto que los bancos estaban acortando el plazo hasta el punto en que ello amenazaba el comercio expedito de importación y exportación. Este tipo de política era factible porque el banco central había cuantificado y mantenido en observación las líneas de crédito de corto plazo pendientes.

Otra práctica para reforzar el acceso a las líneas de crédito de corto plazo durante una restricción de pagos ha sido utilizar las reservas internacionales como garantía de las líneas de corto plazo con los bancos seguros. Esta práctica ha resultado eficaz cuando la amenaza a las líneas no merecía una respuesta agresiva como una congelación administrativa del crédito pendiente. Sin embargo, ella solamente funcionó mientras el país tenía, y podía mantener, un nivel suficiente de reservas líquidas.

En resumen, en una restricción de pagos eficientemente administrada los países por lo general no experimentaron presiones indebidas sobre sus líneas de crédito de corto plazo. Sin embargo, lo típico ha sido que el costo del crédito se elevara entre un cuarto y medio punto, mientras el plazo se acortaba. Cuando las líneas han sido amenazadas por un ataque externo coordinado contra ellas, o por un deterioro espectacular de las expectativas acerca del desempeño económico, ha sido necesario adoptar medidas explícitas de protección. La primera línea de defensa ha sido depositar una garantía en bancos de confianza, mientras que en una amenaza más grave ha habido que congelar temporalmente las líneas de crédito. En casos de crisis severas causadas por el agotamiento de las reservas

internacionales y el colapso de un programa económico, el costo de las líneas de crédito se ha hipertrofiado hasta alcanzar varios puntos sobre la LIBOR.

c) Asistencia jurídica

Se recuerda que, en ciertos casos de restricción de pagos uno o más acreedores han acudido a los tribunales para tratar de embargar un depósito. La primera línea de defensa ha consistido en retirar los activos y ponerlos fuera del alcance fácil de semejante medida. Una segunda línea de defensa del deudor ha sido contratar los servicios de una firma jurídica internacional de prestigio mundial para que le ayudara a elaborar estrategias de protección y negociar soluciones para las dificultades legales que fueran surgiendo. En efecto, algunas de esas firmas se han especializado en el tema del problema de la deuda del Tercer Mundo y tienen como clientes a muchos países en desarrollo.

En los casos en que han surgido problemas legales, a menudo ha sido de interés tanto para el acreedor como para el deudor llegar a un arreglo extrajudicial. Al hacerlo, algunos países han seguido el principio de no aceptar jamás un arreglo en efectivo. Ello se debe a que se consideraba que la no disponibilidad de efectivo constituía una manera de disuadir a otros bancos de imitar las tácticas agresivas de un competidor. Cuando se justificaba una compensación se emplearon valores, exportaciones de bienes o intercambios de activos.

En resumen, la restricción unilateral de los pagos del servicio de la deuda evidentemente no constituye la solución óptima del problema de la deuda, pero a falta de una solución pública concertada eficaz, puede perfectamente resultar ser la opción subóptima para muchos países deudores que están obligados a reducir la transferencia de recursos al exterior. Además, si bien una restricción unilateral de pagos tiene costos, la experiencia ha demostrado que éstos pueden minimizarse si la limitación de pagos se administra eficientemente y forma parte de programas económicos y políticos coherentes.

ANEXOS

Anexo 1
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS ^a
(Promedios anuales)

	Millones de dólares de 1987				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
América Latina					
Total	-1 434	6 530	17 096	1 418	-26 236
Crediticia	919	6 505	15 108	13 083	-19 816
Inversión extranjera	-2 498	-1 758	720	4 596	-494
Países exportadores de petróleo					
Total	-2 119	241	6 425	-2 887	-14 744
Crediticia	406	2 253	7 496	6 372	-9 851
Inversión extranjera	-2 493	-2 187	-205	1 943	-329
Países no exportadores de petróleo (excluye Venezuela)					
Total	403	1 425	3 240	454	-10 469
Crediticia	580	1 824	4 764	4 802	-6 840
Inversión extranjera	-419	-319	614	1 082	-252
Bolivia					
Total	109	-49	175	-157	57
Crediticia	56	192	286	45	-123
Inversión extranjera	13	-81	25	23	-35
Ecuador					
Total	54	188	304	164	-509
Crediticia	27	76	423	213	-167
Inversión extranjera	-14	115	-91	-45	-44
México					
Total	249	1 280	2 062	161	-9 774
Crediticia	310	1 306	3 397	4 834	-6 583
Inversión extranjera	-189	-147	637	1 260	-105
Perú					
Total	-10	6	698	285	-244
Crediticia	187	250	658	-291	33
Inversión extranjera	-228	-206	44	-156	-68
Venezuela					
Total	-2 522	-1 184	3 186	-3 341	-4 274
Crediticia	-174	429	2 732	1 571	-3 011
Inversión extranjera	-2 074	-1 868	-820	861	-77

	En relación a las exportaciones de bienes y servicios (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
América Latina					
Total	-4.3	12.2	20.1	0.3	-25.5
Crediticia	2.7	12.0	18.1	11.2	-19.3
Inversión extranjera	-7.4	-3.5	0.8	4.1	-0.5
Países exportadores de petróleo					
Total	-14.4	1.2	17.3	-6.0	-30.0
Crediticia	2.5	9.5	20.5	10.8	-20.8
Inversión extranjera	-16.6	-9.7	-0.3	3.4	-0.6
Países no exportadores de petróleo (excluye Venezuela)					
Total	5.4	10.5	17.0	0.5	-30.1
Crediticia	8.2	12.9	25.4	12.7	-20.3
Inversión extranjera	-6.3	-2.4	3.3	2.9	-0.7
Bolivia					
Total	36.0	-8.3	16.9	-14.2	10.5
Crediticia	14.4	33.7	26.9	4.0	-15.1
Inversión extranjera	7.7	-14.2	2.7	2.0	-4.6
Ecuador					
Total	8.2	25.7	11.9	5.1	-17.1
Crediticia	4.5	9.1	16.8	6.7	-5.2
Inversión extranjera	-2.9	18.4	-3.5	-1.5	-1.6
México					
Total	4.1	14.6	16.4	-0.3	-35.8
Crediticia	5.5	13.9	28.0	16.7	-24.8
Inversión extranjera	-3.7	-1.7	4.8	4.4	-0.4
Perú					
Total	-0.6	0.1	23.2	6.8	-6.4
Crediticia	7.1	8.2	22.3	-6.3	0.7
Inversión extranjera	-9.5	-6.6	2.6	-3.3	-1.8
Venezuela					
Total	-30.9	-12.4	20.8	-17.0	-30.0
Crediticia	-2.0	4.5	17.2	7.5	-22.1
Inversión extranjera	-25.5	-20.5	-4.3	4.3	-0.6

Anexo 1 (continuación 2)

	En relación al producto interno bruto (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
América Latina					
Total	-0.5	1.3	2.5	0.0	-4.0
Crediticia	0.3	1.3	2.3	1.4	-3.0
Inversión extranjera	-0.9	-0.4	0.1	0.5	-0.1
Países exportadores de petróleo					
Total	-2.4	0.1	2.7	-1.2	-5.8
Crediticia	0.3	1.2	3.2	1.7	-4.0
Inversión extranjera	-2.7	-1.2	-0.1	0.6	-0.1
Países no exportadores de petróleo (excluye Venezuela)					
Total	0.5	1.0	1.8	-0.3	-5.4
Crediticia	0.8	1.3	2.6	1.6	-3.6
Inversión extranjera	-0.7	-0.2	0.4	0.4	-0.1
Bolivia					
Total	6.5	-1.7	3.8	-4.2	1.9
Crediticia	2.8	6.3	6.2	0.6	-3.6
Inversión extranjera	1.2	-2.8	0.6	0.5	-1.0
Ecuador					
Total	1.2	3.8	2.7	1.3	-4.3
Crediticia	0.7	1.5	4.1	1.6	-1.4
Inversión extranjera	-0.5	2.5	-1.0	-0.3	-0.4
México					
Total	0.4	1.2	1.4	-0.6	-6.3
Crediticia	0.5	1.1	2.3	1.8	-4.3
Inversión extranjera	-0.4	-0.1	0.5	0.5	0.0
Perú					
Total	-0.2	0.0	2.6	1.1	-1.3
Crediticia	1.1	1.1	2.5	-1.2	0.2
Inversión extranjera	-1.6	-1.0	0.1	-0.6	-0.3
Venezuela					
Total	-9.7	-3.2	5.4	-4.8	-7.4
Crediticia	-0.8	1.2	4.8	2.3	-5.3
Inversión extranjera	-7.9	-5.1	-1.5	1.2	-0.1

	Millones de dólares de 1987				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo centroamericanos					
Total	353	510	1 206	1 254	1 087
Crediticia	203	347	1 107	1 315	41
Inversión extranjera	14	83	35	90	133
Costa Rica					
Total	92	213	358	231	42
Crediticia	39	78	243	118	-146
Inversión extranjera	13	45	62	93	45
El Salvador					
Total	46	-3	91	17	103
Crediticia	27	61	145	193	-7
Inversión extranjera	7	-6	-13	-46	-27
Guatemala					
Total	60	19	276	84	158
Crediticia	29	46	168	240	-105
Inversión extranjera	21	-26	52	68	84
Haití					
Total	15	10	84	184	161
Crediticia	-2	2	49	51	22
Inversión extranjera	-8	-1	1	2	3
Honduras					
Total	26	31	182	62	127
Crediticia	29	72	172	117	51
Inversión extranjera	-18	-39	-34	-55	-30
Nicaragua					
Total	59	77	71	415	488
Crediticia	46	99	193	424	479
Inversión extranjera	0	-31	-29	-10	0
República Dominicana					
Total	55	164	144	260	9
Crediticia	34	-11	138	171	-199
Inversión extranjera	0	142	-4	38	59

	En relación a las exportaciones de bienes y servicios (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo centroamericanos					
Total	9.9	10.3	15.8	17.8	17.2
Crediticia	5.8	6.7	14.3	18.3	0.9
Inversión extranjera	0.2	1.8	0.4	1.2	2.1
Costa Rica					
Total	19.0	25.7	28.1	17.2	3.1
Crediticia	9.0	9.0	18.5	8.6	-10.5
Inversión extranjera	2.9	5.5	5.0	7.1	3.5
El Salvador					
Total	7.6	-0.7	9.0	4.4	11.5
Crediticia	4.7	7.1	12.5	17.4	-0.7
Inversión extranjera	1.2	-0.7	-0.9	-4.6	-2.9
Guatemala					
Total	10.5	1.7	15.8	7.3	13.5
Crediticia	4.4	4.4	9.7	15.6	-8.9
Inversión extranjera	3.4	-2.6	2.6	4.2	7.2
Haití					
Total	10.4	6.1	32.5	66.5	52.0
Crediticia	-1.1	1.3	20.0	17.9	7.2
Inversión extranjera	-4.9	-0.6	0.2	0.6	0.9
Honduras					
Total	6.4	5.3	23.6	5.9	14.0
Crediticia	7.1	12.0	21.6	11.7	6.1
Inversión extranjera	-4.2	-6.5	-3.8	-5.7	-3.3
Nicaragua					
Total	12.3	11.6	8.9	78.2	129.3
Crediticia	9.0	14.6	20.8	79.5	128.0
Inversión extranjera	0.4	-4.6	-3.0	-1.8	0.0
República Dominicana					
Total	8.4	20.1	10.4	17.8	0.7
Crediticia	4.9	-0.7	9.7	12.4	-14.6
Inversión extranjera	-0.4	16.9	-0.2	2.4	4.2

	En relación al producto interno bruto (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo centroamericanos					
Total	2.1	2.4	4.3	4.4	3.9
Crediticia	1.2	1.6	3.9	4.5	0.2
Inversión extranjera	0.1	0.4	0.1	0.3	0.5
Costa Rica					
Total	4.6	7.4	8.4	4.9	0.9
Crediticia	2.1	2.7	5.5	2.1	-3.2
Inversión extranjera	0.7	1.6	1.5	2.4	1.2
El Salvador					
Total	1.9	-0.1	2.7	0.6	2.5
Crediticia	1.1	2.1	4.1	5.0	-0.1
Inversión extranjera	0.3	-0.2	-0.3	-1.2	-0.6
Guatemala					
Total	1.5	0.3	3.5	0.9	2.1
Crediticia	0.7	0.8	2.1	2.7	-1.6
Inversión extranjera	0.5	-0.5	0.6	0.8	1.2
Haití					
Total	1.5	1.2	8.4	18.5	11.8
Crediticia	-0.1	0.3	5.0	4.9	1.7
Inversión extranjera	-0.8	-0.1	0.1	0.2	0.2
Honduras					
Total	1.6	1.6	7.8	2.1	3.5
Crediticia	1.8	3.5	7.2	3.9	1.5
Inversión extranjera	-1.1	-1.9	-1.3	-1.8	-0.8
Nicaragua					
Total	3.3	3.0	1.9	15.8	19.7
Crediticia	2.4	4.2	6.6	16.3	19.5
Inversión extranjera	0.1	-1.4	-1.0	-0.4	0.0
República Dominicana					
Total	1.0	3.6	2.2	4.3	0.3
Crediticia	0.8	-0.2	2.1	2.9	-4.2
Inversión extranjera	-0.2	3.1	-0.1	0.6	1.2

Millones de dólares de 1987

	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo sudamericanos					
Total	332	5 779	9 465	3 051	-12 580
Crediticia	310	3 905	6 504	5 396	-10 005
Inversión extranjera	-19	346	890	2 563	-297
Argentina					
Total	-84	-458	489	-1 556	-3 309
Crediticia	-126	-380	447	2 927	-3 251
Inversión extranjera	105	-52	-115	1 228	108
Brasil					
Total	189	5 583	7 560	820	-8 031
Crediticia	-79	3 856	5 335	-506	-5 904
Inversión extranjera	146	728	1 097	1 004	-728
Colombia					
Total	171	454	210	1 262	-519
Crediticia	178	302	231	986	22
Inversión extranjera	-36	-100	-137	9	177
Chile					
Total	36	165	703	1 832	-652
Crediticia	274	128	349	1 331	-872
Inversión extranjera	-231	-232	-92	206	142
Paraguay					
Total	46	39	238	401	105
Crediticia	34	25	111	208	127
Inversión extranjera	4	3	2	-3	-34
Uruguay					
Total	-26	-4	265	292	-174
Crediticia	29	-25	31	449	-127
Inversión extranjera	-7	-1	135	119	38

	En relación a las exportaciones de bienes y servicios (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo sudamericanos					
Total	2.8	22.8	24.2	5.4	-26.2
Crediticia	2.5	15.5	16.7	10.6	-20.8
Inversión extranjera	0.2	1.1	2.2	5.3	-0.6
Argentina					
Total	-0.2	-7.2	2.8	-15.5	-35.8
Crediticia	-1.6	-5.7	2.8	26.0	-34.9
Inversión extranjera	2.7	-0.2	-1.4	11.9	0.9
Brasil					
Total	3.2	48.8	41.3	2.7	-30.3
Crediticia	-1.4	33.0	29.2	-2.4	-22.4
Inversión extranjera	2.8	5.6	5.8	4.0	-2.8
Colombia					
Total	7.9	16.3	3.9	26.0	-7.9
Crediticia	8.3	10.7	5.1	20.2	1.4
Inversión extranjera	-2.0	-3.5	-2.9	0.3	3.8
Chile					
Total	4.7	5.9	13.9	30.2	-12.8
Crediticia	12.7	3.8	6.2	22.0	-16.9
Inversión extranjera	-9.1	-7.2	-2.3	3.9	2.1
Paraguay					
Total	24.7	13.6	43.4	64.8	16.6
Crediticia	17.8	8.8	21.4	33.3	23.7
Inversión extranjera	2.7	1.0	0.4	-0.4	-4.3
Uruguay					
Total	-1.9	0.6	20.4	15.8	-12.9
Crediticia	5.2	-2.4	1.7	27.0	-9.7
Inversión extranjera	-1.0	-0.2	10.7	6.7	2.7

Anexo 1 (conclusión)

	En relación al producto interno bruto (%)				
	1960- 1969	1970- 1973	1974- 1979	1980- 1982	1983- 1987
Países no exportadores de petróleo sudamericanos					
Total	0.2	2.0	2.3	0.6	-3.3
Crediticia	0.2	1.4	1.6	1.1	-2.6
Inversión extranjera	0.0	0.1	0.2	0.5	-0.1
Argentina					
Total	0.0	-0.7	0.2	-2.0	-4.7
Crediticia	-0.1	-0.5	0.3	2.3	-4.5
Inversión extranjera	0.3	0.0	-0.2	1.4	0.2
Brasil					
Total	0.2	3.5	3.0	0.3	-3.3
Crediticia	-0.1	2.4	2.1	-0.2	-2.4
Inversión extranjera	0.2	0.4	0.4	0.4	-0.3
Colombia					
Total	1.0	2.1	0.6	3.2	-1.3
Crediticia	1.0	1.4	0.7	2.5	0.2
Inversión extranjera	-0.3	-0.5	-0.5	0.0	0.5
Chile					
Total	0.5	0.7	2.9	5.6	-3.7
Crediticia	1.7	0.6	1.2	4.2	-5.0
Inversión extranjera	-1.3	-1.0	-0.4	0.7	0.8
Paraguay					
Total	3.3	2.0	7.1	8.0	2.2
Crediticia	2.3	1.3	3.5	4.1	2.5
Inversión extranjera	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.8
Uruguay					
Total	-0.6	-0.1	3.5	2.4	-3.1
Crediticia	-0.5	-0.4	0.2	3.9	-2.3
Inversión extranjera	-0.1	0.0	1.8	1.0	0.6

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Fondo Monetario Internacional.

^a Los conceptos utilizados son los siguientes: Transferencia neta de recursos total: equivale al Ingreso neto de capitales (Transferencias oficiales, Capital de largo y corto plazo y Errores y omisiones) menos las Utilidades e intereses netas. Transferencia crediticia neta: equivale al Ingreso neto de capital de largo plazo (excepto el de inversión) y el Ingreso de capital de corto plazo de fuentes oficiales y de bancos comerciales (por lo tanto, excluye el ítem capital de otros sectores) menos el Pago neto de intereses. Inversión extranjera neta: equivale a la Inversión directa y de cartera menos el Pago neto de utilidades.

Anexo 2

FINANCIAMIENTO ACTUAL DEL PLAN BRADY: UNA SENCILLA ILUSTRACION DE SUS EFECTOS SOBRE LA REDUCCION DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE

Del total de 39 países en desarrollo que serían candidatos a reducir su deuda, 17 son de América Latina y el Caribe.¹ Estos últimos tienen una deuda total de 400 mil millones de dólares. De ese total, la deuda con los bancos comerciales o deuda bancaria es de unos 245 mil millones de dólares, de los cuales un analista ha estimado que 213 mil millones de dólares corresponden a deuda bancaria pública que podría aspirar al Plan Brady.² Si se supone una tasa de interés de 10% sobre la deuda bancaria, y de 7.5% sobre la deuda restante, los pagos anuales de intereses por la deuda total y la deuda bancaria ascenderían a 36 mil millones de dólares y 25 mil millones de dólares, respectivamente.

Dado lo complejas que son las normas de acceso al fondo común de 30 mil millones de dólares de recursos públicos para reducir la deuda puede suponerse para simplificar las cosas que los 17 países latinoamericanos y caribeños pueden acceder a dichos fondos en proporción aproximada a la participación que

les cabe en la deuda bancaria pública que puede aspirar al Plan del grupo de 39 países; es decir, 76% del total, o sea 23 mil millones de dólares. También en aras de la sencillez, se supone que la reducción se efectuará mediante la recompra,³ que utiliza como precio de referencia el vigente en el mercado secundario antes del Plan Brady, pero al que se le agrega una prima de 15% para impedir todo posible debate sobre subvaloración. Como en febrero de 1989 el precio promedio ponderado en el mercado secundario para los 17 países era de 33 centavos por dólar,⁴ la recompra ilustrativa se efectuaría a 38 centavos por dólar. Por ende, los 23 mil millones de dólares de financiamiento retirarían 61 mil millones de dólares de la deuda bancaria de la región.

Con la eliminación de 61 mil millones de dólares de la deuda bancaria las obligaciones bancarias totales caen en 25%. Naturalmente que la deuda total cae en menor proporción (15%). Debe recordarse asimismo que la recompra se financia con préstamos oficiales

¹ Los candidatos figuran en un informe del Tesoro de los Estados Unidos sobre el Plan Brady. Los 17 países latinoamericanos y caribeños son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

² La cifra de 213 mil millones de dólares está calculada utilizando como fuente a Jeffrey Sachs, "Making the Brady Plan Work", Cambridge, Mass., Universidad de Harvard, Departamento de Economía, mayo de 1989, cuadro 1. La cifra incluye ajustes efectuados por Sachs a la deuda bancaria garantizada por organismos de crédito a las exportaciones. La cifra correspondiente que se da para el conjunto de 39 países es de 279 mil millones de dólares.

³ Cabe señalar que de no variar las cosas, el intercambio de mercado de la deuda antigua por bonos nuevos respaldados por garantías ascendentes a 23 mil millones de dólares reduciría la deuda aproximadamente en el mismo monto que la recompra directa. El empleo de instrumentos de conversión podría proporcionar apalancamiento adicional al financiamiento público para reducir la deuda sólo si hubiera beneficios para los bancos que establecieran una distinción entre la deuda nueva y la antigua. Por ejemplo, si los acreedores percibieran que el financiamiento de garantías por el Banco Mundial significa en la práctica el compromiso oficial con el instrumento, éste tendría una categoría cuasi preferencial. O bien, los incentivos (de ambos signos) emanados de cambios en la contabilidad bancaria y en los regímenes tributarios podrían llevar a los acreedores a percibir más beneficios en los nuevos bonos que las garantías que los respaldan. Para un tratamiento excelente de la equivalencia de las recompras con base en el mercado, y la conversión de la deuda en valores, véase Michael Dooley, "Self-Financed Buy-Backs and Asset Exchanges", *IMF Staff Papers*, vol. 35, N° 4, diciembre de 1988, pp. 714 a 722.

⁴ Calculado de datos contenidos en Sachs, *op. cit.*, cuadro 1.

por 23 mil millones de dólares, lo que constituye deuda nueva. Como alrededor de la mitad de estos recursos oficiales provendrían de los programas de préstamos existentes, los que al parecer se habrían desembolsado de todas maneras, la deuda adicional estrictamente atribuible a la operación de recompra propiamente tal es de 11 500 millones de dólares. Por tanto, la reducción neta de la deuda total debida a la recompra es de 50 mil millones de dólares (61-11.5), lo que representa una disminución de sólo 13% con respecto al saldo pendiente original de la deuda total.

¿Cuáles son los efectos sobre los pagos de intereses? Por concepto de la recompra, los pagos totales de intereses por la deuda bancaria disminuyen en 6 mil millones de dólares (0.10 x 61), o sea 25%. Sin embargo, por razones análogas a las ya anotadas, hay "nuevos" cobros de intereses por los préstamos oficiales suscritos para financiar la operación. Como alrededor de la mitad de los 23 mil millones de dólares en préstamos se habría girado de todas maneras en operaciones normales con los acreedores oficiales, la carga anual "adicional" de intereses derivada de la recompra es, en sentido estricto, de 860 millones de dólares (0.075 x 11.5). Por ende, la reducción neta de los pagos de intereses por deuda total es de 5 mil millones de dólares, es decir, 14% de monto original de intereses ascendente a 36 mil millones de dólares.

El alivio en flujo de fondos para el balance de pagos sería inferior al ahorro neto de intereses de 5 mil millones de dólares anuales.⁵

Por una parte, debe recordarse que la mitad de los 23 mil millones de dólares utilizados para financiar la reducción de la deuda provinieron de destinaciones especiales de programas oficiales de préstamos destinados originalmente a apoyar la balanza de pagos de los países deudores. Como el ahorro de intereses de 5 mil millones de dólares anuales del ejemplo precedente se hace a costa de reasignar 11 500 millones de dólares del apoyo al balance de pagos a la reducción de la deuda, el saldo de caja de la operación es inicialmente "negativo" para las cuentas externas. En cambio, dado que la otra mitad de los 23 mil millones de dólares de financiamiento oficial representa préstamos asignados, que se consideran "adicionales", ésta no genera al comienzo un saldo de caja negativo para las cuentas externas. Sin embargo, los recursos son entonces una adición neta imprevista a la deuda que hay que reembolsar; en consecuencia, cuando expiren los períodos de gracia de estos préstamos adicionales (4.5 años en el caso del FMI y 5 años en el caso del Banco Mundial), su amortización —que no puede reprogramarse— mermará los beneficios del flujo anual de fondos que brinda el ahorro neto de intereses producto de la reducción de la deuda.⁶

Dado que la asignación de financiamiento oficial y los descuentos aplicables a las operaciones de reducción de la deuda se determinarán sobre una base caso por caso, naturalmente que el ejemplo precedente sólo da una orientación aproximada de los efectos potenciales del Plan Brady.

⁵ Algunos expertos incluyen la amortización reducida en el cálculo del alivio del flujo de fondos. Sin embargo, ésta puede ser una medición engañosa de los beneficios de la reducción parcial del endeudamiento en un deudor problema con escasez de divisas. En primer lugar, cuando los descuentos de la deuda en el mercado secundario son considerables, el valor previsto del capital marginal es escaso o despreciable. Además, en términos prácticos del financiamiento de la balanza de pagos durante el horizonte cronológico pertinente de un país en crisis, el "ahorro" en pagos de amortizaciones es más nominal que real. En efecto, los países con problemas de endeudamiento no amortizan las deudas con los bancos comerciales, ni se espera que lo hagan. En la práctica estas obligaciones se han reprogramado y siguen reprogramándose con facilidad. En cambio, el deudor problema sí experimenta cierta presión para mantener al día sus pagos de intereses.

⁶ Para un análisis del efecto de los desembolsos acelerados sobre la carga del servicio de la deuda, véase Alfred Watkins, "Rejoinder to Feinberg", Washington, D.C., mayo de 1989.

Anexo 3

EL COMPROMISO DE RECURSOS PUBLICOS NECESARIOS PARA LA REDUCCION EFICIENTE DE LA DEUDA EN EL TERCER MUNDO

¿Cuánto costaría la garantía pública? Se ha estimado que la deuda bancaria potencialmente reductible de los 39 países en desarrollo que son candidatos al Plan Brady es de 279 mil millones de dólares. En febrero de 1989, antes del Plan Brady, el valor de esta deuda a precios del mercado secundario, más una prima de 15%, ascendía a 112 mil millones de dólares.¹ Los 112 mil millones de dólares podrían pagarse con un instrumento de vencimiento único a 30 años plazo que tuviera, por ejemplo, una tasa interés de mercado de 10%. El costo de garantizar esta deuda sólo sería el de un bono sin cupón con un vencimiento similar. Por ejemplo, el costo de un bono sin cupón a 30 años que de el 8% es 9.9% del valor nominal; por tanto, la garantía del capital podría comprarse hoy por unos 11 mil millones de dólares.

Los gobiernos acreedores también tendrían que garantizar los pagos anuales de intereses de 11 mil millones de dólares por la deuda de 112 mil millones de dólares. Naturalmente que hay varias maneras de administrar la garantía.² La pérdida máxima que enfrentaría el garante es de 11 mil millones de dólares anuales, lo que a una tasa de descuento de 10% tiene un valor actual ligeramente superior a los 100 mil millones de dólares. Sin embargo, el objetivo primordial de los ejercicios de reducción de la deuda es disminuir las obligaciones de los países deudores a niveles susceptibles de servirlos. Por ende, la probabilidad de que las garantías se hagan exigibles es bajísima. Si la probabilidad de incumplimiento fuera de 10% durante todo el período de 30 años, el costo

previsto de la garantía sería sólo de 10 mil millones de dólares. *Ceteris paribus*, toda probabilidad mayor que ésta indicaría que la reducción de la deuda no era lo bastante sustancial.

En vez de reducir la deuda a su valor de mercado de 40 centavos por dólar (que incluye la prima de 15%), otra estrategia sería reducir la tasa de interés a 40% de su nivel original. Los pagos anuales de intereses y por tanto las garantías, serían los mismos que en el ejemplo precedente. Sin embargo, si la deuda pendiente se mantiene a la par – como ofrece una de las opciones del acuerdo con México – el costo de la garantía por el capital (medido en términos de la adquisición de un bono sin cupón) se elevaría a 28 mil millones de dólares. Por tanto, aunque este arreglo sea más atractivo para algunos bancos con limitaciones de capital, aumenta significativamente las necesidades de financiamiento oficial.

Los cálculos precedentes indican que el compromiso de recursos públicos que se necesitaría en definitiva para eliminar el sobreendeudamiento en el Tercer Mundo oscila entre 110 y 130 mil millones de dólares. Sin embargo, incluso frente a un compromiso real de apoyar una reducción muy sustancial de la deuda, no cabe duda que algunos países en desarrollo serán incapaces de organizarse para participar en una operación al estilo Plan Brady. Por tanto, un compromiso del orden de los 90 mil millones de dólares representaría tal vez la masa crítica inicial de recursos públicos necesarios para revertir las expectativas negativas y hacer que el Plan Brady comience

¹ El precio promedio de la deuda de los 39 países era de 0.35 centavos por dólar en el mercado secundario (véase Jeffrey Sachs, "Making the Brady Plan Work", Cambridge, Mass., Universidad de Harvard, Departamento de Economía, mayo de 1989, cuadro 1). Con una prima de 15%, la deuda se saldaría al equivalente de 40% de su valor nominal.

² Habitualmente, las garantías pueden respaldarse con un capital pagado que oscila entre 5 y 10%.

a funcionar. Este monto de recursos es 20% mayor que el aumento reciente de capital del Banco Mundial (75 mil millones de dólares), y 20% inferior al aumento de 100% de la cuota (115 mil millones de dólares) propuesto para el FMI por su Director Gerente.

Desde el punto de vista de la renovación del sistema, un enfoque integral como el que acaba de bosquejarse es claramente la estrategia apropiada. Sin embargo, como hay poca disposición política a aumentar los ingresos fiscales en los países industrializados, es probable lamentablemente que se contemplen programas más modestos de reducción voluntaria de la deuda. Una opción consistiría en ofrecer garantías públicas plenas durante un período de mediano plazo, por ejemplo, cinco años, para los pagos de intereses que se han reducido a niveles susceptibles de servirse, sin ofrecer garantías por el capital reprogramado o por los pagos de intereses en años ulteriores.

La única ventaja que ofrece este último plan de reducción temporal del servicio de la deuda, comparado con una solución más integral como la descrita, es que les da cierto respiro a los deudores a la vez que economiza recursos fiscales al comienzo. Su principal inconveniente es que es mucho menos eficiente y más incierto. La opción deja invariable el total de la deuda y el horizonte muy sombrío ya que al sexto año aumentan los pagos, todo lo cual podría afectar negativamente las

expectativas del sector privado e inhibir el retorno a los préstamos voluntarios por parte de los mercados crediticios privados. Para tener éxito, esta última estrategia tendría que aplicarse probablemente en el caso especial de un país en que la respuesta a las reformas económicas sea muy rápida y/o en que se prevea que el entorno del comercio exterior va a mejorar notoriamente a corto plazo. Es más, tal vez el plan funcionaría mejor si lo hiciera dentro de un mecanismo internacional de la deuda. Por una parte, según se explica más adelante en el texto principal, un mecanismo de tal naturaleza está diseñado precisamente para manejar el problema de la deuda disminuyendo al principio su servicio en vez de la deuda propiamente tal. Por otra, como el mecanismo le ha comprado la deuda a los bancos, no habría incertidumbre respecto a cómo se abordarían los problemas del servicio de la deuda que pudieran surgir al sexto año.

En síntesis, habría algunas oportunidades de aplicar el plan más económico de reducción temporal del servicio de la deuda en ciertos países. Pero el panorama de la deuda ha sido víctima de la incertidumbre por tanto tiempo, y la situación de los deudores es tan crítica, que es evidente que la opción integral ya descrita es el curso de acción preferido para la vasta mayoría de los países deudores de América Latina y el Caribe.

LIBROS DE LA CEPAL

26

Primera edición

Impreso en Naciones Unidas — Santiago de Chile — 90-5-783 — mayo de 1990 — 1 200

ISBN 92-1-321339-5 — S.90.II.G.7 — 00600 P