

NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA
PARA AMERICA LATINA
Y EL CARIBE



Distr.
GENERAL

LC/G.1487/Rev.1
30 de marzo de 1988

ESPAÑOL
ORIGINAL: INGLES

LA EVOLUCION DEL PROBLEMA DE LA DEUDA EXTERNA EN
AMERICA LATINA Y EL CARIBE

INDICE

	<u>Página</u>
I. LA GESTION INTERNACIONAL DE LA CRISIS DEL ENDEUDAMIENTO, 1982-1987	1
1. 1982-1984: La convergencia de intereses y una gestión internacional concertada	3
2. 1985-1987: La divergencia de intereses y el quiebre de la cooperación	7
3. El curso futuro de la estrategia internacional del endeudamiento: la lista de opciones de mercado	18
II. EVALUACION DE LA LISTA DE OPCIONES	21
1. La lista de opciones del mercado es básicamente una lista de los acreedores	21
2. La deficiencia de la lista de opciones de mercado	22
3. Conclusiones acerca de la lista de opciones del mercado	34
III. LAS OPCIONES REALES PARA REDUCIR LA CARGA DE LA TRANSFERENCIA DE RECURSOS AL EXTERIOR	35
1. La solución óptima: una iniciativa multilateral global	35
2. La solución subóptima: la lista de opciones de los deudores	37
Notas	43

I. LA GESTION INTERNACIONAL DE LA CRISIS DEL ENDEUDAMIENTO, 1982-1987

Al desencadenarse la crisis del endeudamiento, en agosto de 1982, estaban dadas las condiciones objetivas para un colapso financiero internacional semejante a otros del pasado, que marcaron el fin de fases cíclicas ascendentes en la afluencia de capital privado desde zonas desarrolladas a otras en desarrollo.^{1/} La vulnerabilidad del sistema financiero internacional en 1982 puede apreciarse con claridad al considerar la frágil situación de los bancos estadounidenses: al comienzo de la crisis de pagos, sus préstamos vigentes en América Latina y el Caribe equivalían a 124% de su capital. Más aún, a la vanguardia de los problemas de pago de la región se encontraban tres grandes países (Argentina, Brasil y México) cuyas deudas por sí solas, representaban más de 80% del capital del sistema bancario de los Estados Unidos. La situación de las nueve instituciones bancarias más grandes --corazón del sistema financiero de este último país-- era aún más crítica, por cuanto sus préstamos a la región absorbían casi 200% de su capital básico. (Véase el cuadro 1.)

En algunos aspectos, existían incluso condiciones para una crisis de magnitud potencialmente mayor que las registradas previamente en la historia. Los préstamos internacionales anteriores al colapso de los años treinta correspondían en general a inversionistas particulares, tenedores de bonos, y los incumplimientos afectaban directamente el patrimonio de éstos. Por ello, el efecto del colapso financiero, en cuanto a propagar la depresión hacia la economía real, se limitaba en gran medida a la pérdida de la riqueza del propio inversionista, y a la consiguiente reducción de su consumo.^{2/} En 1982, en cambio, grandes incumplimientos por parte de uno o dos países podrían haber afectado gravemente la base de capital de varios bancos internacionales de importancia. Dada la estrecha relación entre las redes financieras de los países del norte, tal circunstancia habría bastado para desestabilizar la banca mundial, con consecuencias posiblemente devastadoras para el nivel de comercio y de producción en las economías de la OCDE.^{3/}

En la práctica, sin embargo, el sistema financiero internacional dio muestras de una sorprendente adaptabilidad; pudo evitar un colapso financiero, en el sentido clásico del término, a pesar de una seria crisis de pagos en no menos de 16 países deudores de América Latina y el Caribe, y de problemas en África (por ejemplo, en Liberia, Nigeria, Senegal, Sudán, Togo, Zaire y Zambia), Asia (Filipinas) y Europa Oriental (Polonia, Rumania y Yugoslavia). Hasta 1982, los bancos privados, a pesar de encontrarse en medio de la peor crisis financiera desde los años treinta, incluso aumentaron su rentabilidad. (Véase el cuadro 2.) Más aún, la solvencia reflejada en sus balances los

Cuadro 1

COMPROMISOS DE LOS BANCOS ESTADOUNIDENSES EN AMERICA LATINA Y EL CARIBE,
COMO PORCENTAJE DE SU CAPITAL BASICO

	Junio 1982			Marzo 1987		
	Total	Principales 9 bancos	Otros bancos	Total	Principales 9 bancos	Otros bancos
<u>América Latina y el Caribe</u>	<u>124.4</u>	<u>180.4</u>	<u>85.3</u>	<u>65.3</u>	<u>105.5</u>	<u>37.9</u>
Argentina	13.3	20.7	8.2.	7.7	13.4	3.7
Bolivia	0.5	0.9	0.4	0.1	0.1	0.1
Brasil	31.1	45.7	20.9	19.7	33.5	10.3
Colombia	4.6	7.7	2.5	1.7	3.1	0.8
Costa Rica	0.7	0.8	0.7	0.3	0.4	0.3
Chile	9.2	12.3	7.1	5.1	8.1	3.1
Ecuador	3.3	4.7	2.3	1.6	2.4	1.1
México	38.2	50.4	29.7	19.4	27.6	13.7
Perú	3.6	4.9	2.6	1.0	1.3	0.7
República Dominicana	0.7	1.3.	0.3	0.3	0.6	0.1
Uruguay	1.1	1.6	0.7	0.7	1.4	0.3
Venezuela	16.3	26.5	9.2	7.2	12.6	3.5
Otros países	1.8	3.1	0.8	0.6	1.0	0.3

Fuente: Cálculos a partir de datos de U.S. Federal Financial Examinations Council, Statistical Release, diversos números.

Cuadro 2

INGRESOS DE LOS PRINCIPALES BANCOS ESTADOUNIDENSES

(Como porcentaje de su activo total)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<u>Ingreso neto por concepto de intereses</u>	<u>2.8</u>	<u>2.8</u>	<u>3.1</u>	<u>3.2</u>	<u>3.3</u>	<u>5.3</u>	<u>3.5</u>
Bancos de los centros financieros	2.4	2.4	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2
Bancos regionales	3.4	3.3	3.4	3.6	3.9	4.0	4.0
<u>Ingresos netos</u>	<u>0.62</u>	<u>0.59</u>	<u>0.58</u>	<u>0.65</u>	<u>0.63</u>	<u>0.64</u>	<u>0.65</u>
Bancos de los centros financieros	0.51	0.52	0.54	0.63	0.60	0.68	0.71
Bancos regionales	0.76	0.67	0.63	0.66	0.66	0.59	0.58

Fuente: Salomon Brothers, A review of bank performance; 1987 edition, Nueva York, abril de 1987.

ayudaba a reducir en forma espectacular sus compromisos en la región en relación con su capital, con lo que disminuía considerablemente la vulnerabilidad del sistema financiero mundial ante el incumplimiento de los países deudores. Una vez más, los bancos estadounidenses son casos ilustrativos; en marzo de 1987, sus compromisos en América Latina y el Caribe, en relación con su capital, habían disminuido a casi la mitad de la cifra de 1982. Las instituciones de tamaño pequeño y mediano se encontraban en una situación especialmente favorable, por cuanto sus préstamos a la región se redujeron a menos del 40% de su capital. (Véase nuevamente el cuadro 1.)

Hasta ahora, el sistema financiero ha logrado sobrevivir al desafío de los problemas sistémicos de pago en el mundo en desarrollo gracias a una gestión internacional coordinada sin precedentes. La fórmula oficialmente aceptada para evitar incumplimientos y colapsos financieros es por demás conocida: caso por caso, el FMI negoció programas de ajuste en los países deudores, los que sirvieron de "luz verde" para reestructurar las deudas bancarias en condiciones comerciales. Por su parte, los gobiernos de la OCDE apoyaron el proceso estimulando las negociaciones entre los deudores, los bancos y el Fondo, y asimismo reprogramando el endeudamiento entre gobiernos por intermedio del Club de París y otorgando préstamos bilaterales para complementar los fondos de los bancos comerciales y del FMI.^{4/} En total, desde 1982, las rondas de reprogramación de la deuda bancaria latinoamericana han sido cuatro; han implicado reprogramaciones por un total de más de 296 000 millones de dólares y nuevos préstamos concertados de mediano plazo de alrededor de 39 000 millones de dólares. Todo ello representa sin duda la mayor reorganización de la deuda internacional en la historia financiera.^{5/}

A pesar de la evidente capacidad del sistema financiero mundial para evitar un colapso, tanto acreedores como deudores han ido apartándose progresivamente de la estrategia de gestión oficialmente aprobada, con lo que se han modificado considerablemente tanto el cariz de la gestión del problema del endeudamiento como las perspectivas de ajuste y de reestructuración económica en América Latina y el Caribe.

1. 1982-1984: La convergencia de intereses y una gestión internacional concertada

Al enfrentar un grave problema de servicio de la deuda, las opciones iniciales de acreedores y deudores tienden casi por instinto a ser divergentes. Por una parte, los acreedores, en aras de la prudencia, prefieren naturalmente un completo ajuste de la cuenta corriente de la balanza de pagos por parte del deudor, de modo que éste pueda servir normalmente su deuda, con escasa o nula necesidad de nuevos créditos. Por otra parte, los deudores naturalmente desean proteger el ingreso y la producción de su país, y en consecuencia, al menos en el corto plazo, prefieren nuevo financiamiento en vez de ajuste. Es evidente que, si existe la oportunidad de negociar, resulta (en principio al menos) posible llegar a soluciones subóptimas, aceptables para ambas partes, consistentes en algún tipo de combinación de nuevo financiamiento por parte de los acreedores y de ajuste por parte de los deudores. Sin embargo, la historia señala que sólo se han alcanzado soluciones de este tipo tras largas y complicadas negociaciones. Con ello, las reacciones iniciales divergentes de ambas partes han podido extremarse, muchas veces

llevando a situaciones explosivas en que los acreedores suprimen los nuevos préstamos y los deudores dejan de cumplir con sus obligaciones, abrumados por la falta de financiamiento. De hecho, ante un grave problema de servicio de la deuda, el incumplimiento ha solido ser uno de los componentes de la solución, que incluye una reducción del valor de mercado de los instrumentos de la deuda, lo que obliga a los acreedores a compartir los costos de una excesiva acumulación de créditos.^{6/}

En 1982, sin embargo, tres factores circunstanciales contribuyeron a suspender tal solución. En primer lugar, el desarrollo de la economía mundial de posguerra había hecho posible una coordinación internacional de políticas y un manejo mundial de una crisis financiera sistémica. En segundo lugar, había una formidable infraestructura institucional en condiciones de movilizarse en forma eficaz para evitar el incumplimiento: al desencadenarse la crisis, los principales actores --bancos privados, gobiernos acreedores, organismos multilaterales y países deudores-- consideraron que sus respectivos intereses aconsejaban coincidir en torno a una misma solución subóptima de transacción. Por último, la deuda se había documentado mediante instrumentos difíciles de comercializar, lo que evitó en las etapas iniciales de la crisis una reducción del precio de tales instrumentos en el mercado.

a) Coordinación internacional

Ante problemas económicos de carácter mundial, los bancos centrales y ministerios de finanzas de los países acreedores habían adquirido la costumbre de cooperar entre sí en forma directa, y también indirectamente, a través de organismos multilaterales como el FMI y el Banco de Pagos Internacionales. En consecuencia, al desencadenarse la crisis del endeudamiento en 1982, los canales internacionales de comunicación estaban abiertos, y tenían capacidad para encararla. Por su parte, los bancos privados --a diferencia de los tenedores de bonos de los años treinta-- también disponían de un procedimiento institucional establecido de coordinación que les permitía negociar en bloque con los deudores más problemáticos, y evitar así el incumplimiento. Los bancos privados, cuya estructura oligopólica de mercado les permitía una fácil identificación y comunicación recíprocas, habían incluso aprendido a enfrentar problemas aislados de pagos de los países en desarrollo durante el decenio de 1970 mediante comités de dirección que representaban sus intereses en las negociaciones directas con el país deudor. A fines de dicho decenio, los bancos habían llegado a un procedimiento normalizado para evitar incumplimientos: al aceptar el país deudor un programa de ajuste del FMI, los bancos se comprometían a aliviar el peso de la deuda mediante la reprogramación de los pagos sobre el capital.

El hecho de contar con esta infraestructura institucional internacional brindaba una oportunidad sin precedentes para negociar acuerdos entre deudores y acreedores. Para aprovecharla, sin embargo, había que superar otro obstáculo importante. El problema de pagos de los países latinoamericanos y caribeños en 1982-1983 era tan agudo que no bastaba sólo con financiar la reprogramación del capital para que los deudores lograran mantenerse al día; a pesar de ello, los bancos privados solían negarse a reprogramar los pagos de intereses.^{7/} Los organismos financieros multilaterales, por su parte, no podían suplir la falta

de financiamiento, puesto que su capacidad para cubrir los déficit mundiales de balanza de pagos se había deteriorado mucho durante el decenio anterior.^{8/}

Ante este dilema de financiamiento, hubo una respuesta rápida e innovadora: el FMI se decidió a ubicarse directamente entre deudores y acreedores, con miras a obtener un acuerdo entre ambas partes respecto de sus respectivas preocupaciones de ajuste y nuevo financiamiento. En lo que se refiere a la preocupación de los bancos sobre el ajuste y el pago regular de las obligaciones, el FMI: i) se comprometió a vigilar las políticas económicas de los países deudores mediante acuerdos de derechos especiales de giro y ii) condicionó tales acuerdos a que los deudores estuvieran al día en sus pagos a los acreedores. Sin embargo, dada la escasez de sus recursos propios, el Fondo, como parte del quid pro quo, insistió en que los bancos no sólo reprogramaran los pagos sobre el capital, sino que también comprometieran nuevos préstamos (denominados no voluntarios) para contribuir a financiar los programas aprobados por el Fondo. Los bancos desembolsaban los nuevos créditos al mismo tiempo que los del Fondo, con lo que el acceso a su financiamiento se vinculaba efectivamente al cumplimiento de las sucesivas etapas de la rigurosa condicionalidad impuesta por esta institución.

Al asumir este nuevo papel, el Fondo tuvo una eficaz función catalítica en relación con el financiamiento privado para los países deudores con problemas de pago. Durante la primera ronda de reprogramaciones en 1982-1983, la fórmula oficial ex-ante exigía a los bancos acreedores aumentar sus compromisos en 7% anualmente, en forma prorrateada, en aquellos países que suscribieran los programas del Fondo. Los préstamos no voluntarios --de hecho una reprogramación disfrazada de los intereses-- tenían por objeto cubrir aproximadamente la mitad de los pagos correspondientes a estos últimos. Durante la primera ronda de reprogramación, los bancos comprometieron 14 000 millones de dólares en nuevos créditos de mediano plazo para otorgar financiamiento a nueve países de América Latina. (Véase el cuadro 3.) El incremento ex-post de los compromisos de los bancos, sin embargo, fue de algo menos de 7%, en parte debido a la reducción de las líneas de crédito de corto plazo y de otros tipos de préstamos.

b) La convergencia de intereses

La compleja combinación de reprogramaciones y nuevos préstamos no voluntarios se vio facilitada por circunstancias que indujeron a los principales actores de la crisis del endeudamiento a modificar sus reacciones iniciales y a coincidir en una solución subóptima de transacción.

Cuando la percepción de los bancos respecto de los riesgos en América Latina y el Caribe cambió, y éstos volvieron a plantearse un racionamiento del crédito, desde el punto de vista de cada uno podría haber sido conveniente suspender los préstamos. Sin embargo, como ya se dijo, muchos bancos --especialmente los de mayor tamaño-- estaban en situación de extrema vulnerabilidad ante cualquier posible incumplimiento. Entonces, ante una propuesta crediticia colectiva que prometía disminuir el problema de que algunos bancos aprovecharan indebidamente el esfuerzo de otros (el llamado problema de los free-riders),^{9/} la mayor parte de los acreedores privados

consideraron de su interés adoptar una actitud de cooperación con los nuevos préstamos no voluntarios.

Cuadro 3

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: COMPROMISOS DE PRESTAMOS NO VOLUNTARIOS
DE LOS BANCOS PRIVADOS A MEDIANO PLAZO a/

(Millones de dólares)

	Primera ronda 1982/1983	Segunda ronda 1983/1984	Tercera ronda 1984/1985	Cuarta ronda 1986/1987
Argentina	1 500	...	4 200	1 950
Brasil	4 400	6 500	...	...
Costa Rica	225	...	75	...
Chile	1 300	780	1 085 <u>b/</u>	...
Ecuador	430	...	200	350
México	5 000	3 800	...	6 000
Panamá	100	...	...	...
Perú	450	...	...	...
Uruguay	240	...	45	...
<u>Total</u>	<u>13 645</u>	<u>11 080</u>	<u>5 665</u>	<u>8 300</u>

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Préstamos brutos organizados conjuntamente con los ejercicios de reprogramación. Algunos compromisos no fueron desembolsados debido a problemas que surgieron al tratar de cumplir con las metas del FMI.

b/ De ese monto 150 millones de dólares estaban cubiertos por una garantía del Banco Mundial.

En cuanto a los gobiernos acreedores, a comienzos de los años ochenta éstos dejaron de lado en muchos casos la intervención pública en los mercados y el apoyo activo a las instituciones crediticias multilaterales. Sin embargo, al producirse la crisis, la urgente necesidad de salvar del colapso los sistemas financieros nacionales e internacionales los indujo a dejar de resistirse a aprobar mayores cuotas para el FMI y a otorgar préstamos urgentes de enlace a los deudores más problemáticos, con miras a apoyar sus niveles de reservas en tanto los bancos desembolsaran los nuevos créditos. Más aún, tras las bambalinas los gobiernos de la OCDE procuraban que los deudores y los bancos —especialmente los más pequeños, cuyo incentivo para otorgar préstamos era menor— cooperaran en las reprogramaciones del endeudamiento.

Por su parte, el FMI, que tradicionalmente había evitado intervenir directamente en el mercado, decidió desempeñar el papel de virtual árbitro en la reprogramación de la deuda, indudablemente debido a la urgencia de la crisis. También fue importante la oportunidad de reafirmar la posición del Fondo en el financiamiento de las balanzas de pagos, tras la marginalización de la institución a raíz de la gran expansión bancaria de los años setenta.

En cuanto a los países deudores latinoamericanos y caribeños, todos ellos inicialmente cooperaron con la estrategia oficial de gestión, aun cuando ésta suspendía la forma clásica de compartir los riesgos (que consiste en recurrir al incumplimiento) y con ello efectivamente les transfería una proporción mayor de los costos de resolver la crisis. La cooperación de los deudores se logró debido al menos a dos factores.

En primer lugar, los acreedores prometieron que un rápido ajuste de las economías deudoras les devolvería su capacidad crediticia y su acceso a los mercados de crédito. Implícitamente, existía también una amenaza: en caso de incumplimiento, los deudores serían marginados de dichos mercados y sufrirían fuertes sanciones.^{10/} La opinión común, basada en una racionalidad económica estrecha justificaba la cooperación: dando por supuesta la eficiencia de los mercados, era enteramente plausible que el valor actual de las futuras corrientes de crédito privado, menos el costo efectivo de un ajuste de corto plazo, excediera el valor efectivo del servicio de la deuda que se dejara de pagar por incumplimiento, menos la reducción de ingresos que acarrearían las sanciones.

Además del interés propio, la cooperación de los países deudores tuvo también otras motivaciones de carácter más amplio. Durante el decenio de 1970, en parte debido al abundante acceso al crédito externo, los países latinoamericanos y del Caribe se integraron más a la economía mundial. A comienzos del decenio siguiente la región inició también un período de integración política, que se manifestaba en el proceso de democratización. Estos hechos reforzaron una comunidad de valores entre América Latina y el Caribe y los países del norte, e indujeron a los países deudores a aceptar soluciones comunes basadas en la cooperación internacional.

Por último, un importante factor global contribuyó a la convergencia de intereses en torno a una solución de cooperación. Se aceptaba en muchos círculos el diagnóstico según el cual las economías deudoras no eran insolventes, sino solamente faltas de liquidez, ya que la sostenida recuperación de la economía mundial que por entonces se preveía sería suficiente para que superaran su situación.^{11/} En tales circunstancias, se hacía aún más razonable que los acreedores utilizaran los préstamos como medio de evitarse dificultades, y que los deudores aceptaran los costos de corto plazo que traía consigo el ajuste.

2. 1985-1987: La divergencia de intereses y el quiebre de la cooperación

La primera ronda de reprogramaciones fue seguida en forma casi inmediata por una segunda y una tercera, entre fines de 1983 y comienzos de 1985. Los bancos privados reprogramaron 130 000 millones de dólares en deuda y comprometieron nuevos créditos por un total de 17 000 millones de dólares. Tales reorganizaciones, sin embargo, tuvieron sus dificultades: algunos de los bancos menos comprometidos fueron resistiéndose progresivamente a los nuevos créditos. Los deudores, por su parte, se quejaron de los crecientes costos del ajuste recesivo y de los altos costos financieros de los ejercicios de reprogramación. Además, comenzaron a expresar dudas respecto de si la comunicación entre los acreedores constituía una forma de gestión cooperativa

de la crisis, o bien representaba el funcionamiento de un cartel de acreedores, coludidos para evitar una justa distribución de los costos de una solución. A comienzos de 1984, los países deudores reaccionaron iniciando una comunicación entre sí.^{12/} A mediados de dicho año ésta había llegado a traducirse en un foro oficial de los deudores: el Consenso de Cartagena, que reunía a once países, facilitando así la discusión a nivel ministerial de ciertos temas de interés común relativos al endeudamiento. Aunque el Consenso de Cartagena negó explícitamente toda intención de transformarse en un "cartel de deudores", en los círculos de acreedores surgieron ciertos temores en cuanto al resultado de su gestión.

Para contener las fuerzas centrífugas que se manifestaban en la crisis del endeudamiento, los acreedores hicieron algunas concesiones a los deudores: a solicitud de los gobiernos de sus países de origen, los bancos redujeron los márgenes y los cargos comerciales de la reprogramación del endeudamiento, y otorgaron plazos y períodos de consolidación mucho más largos.^{13/} Ya en la tercera ronda de reprogramación, el costo negociado del crédito se había reducido mucho en relación con los niveles extraordinariamente altos registrados en la primera; en la mayor parte de los casos, dicho costo era incluso inferior a los niveles registrados en el mercado normal de créditos antes de la crisis. (Véase el cuadro 4.) La estrategia oficial de gestión también se vio favorecida, a fines de 1984, por la baja en las tasas internacionales de interés y la fuerte recuperación de la economía mundial. El crecimiento mundial era encabezado por una vigorosa expansión de la economía estadounidense, por lo que las exportaciones latinoamericanas y caribeñas recibieron un estímulo especial, que impulsó dinámicamente los excedentes comerciales y permitió a la economía regional crecer, aunque en forma modesta, por primera vez desde 1980. Todo ello contribuyó a aliviar las tensiones existentes en los países deudores. Sólo Bolivia, Perú y Nicaragua se encontraban en mora prolongada a comienzos de 1985. Algunos observadores llegaron a pensar que la estrategia internacional de gestión del endeudamiento había logrado desactivar la crisis.^{14/}

Sin embargo, el año 1985 no marcó el del triunfo de tal estrategia. Por el contrario, ciertas condiciones objetivas llevaron a un parcial desbaratamiento de la solución subóptima aceptada por casi todos los participantes durante las primeras tres rondas de ejercicios de reprogramación. Esto a su vez produjo un cambio considerable en el cariz del problema del endeudamiento, y en la forma de abordarlo de sus principales protagonistas.

a) Los bancos acreedores

La principal contribución de los bancos a la estrategia oficial consistía en nuevos préstamos no voluntarios de apoyo general a los balances de pagos. Su participación en los acuerdos de nuevos créditos se basaba en: i) su enorme vulnerabilidad ante los incumplimientos; ii) la expectativa de una recuperación fuerte y sostenida en la economía mundial; iii) la idea de que los deudores sufrían de falta de liquidez, no de insolvencia, y iv) la expectativa de que el FMI lograría imponer el ajuste. Todas estas variables, no obstante, evolucionaron de una manera que no favorecía la disposición de

los bancos para participar en forma sostenida en arreglos de préstamos no voluntarios.

Cuadro 4

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: LAS CONDICIONES DEL ENDEUDAMIENTO
CON LOS BANCOS PRIVADOS a/ b/

(Indice: 1980-junio de 1981 = 100)

País	Reprogramaciones			
	Primera ronda 1982/1983	Segunda ronda 1983/1984	Tercera ronda 1984/1985	Cuarta ronda 1985/1986
Argentina	317	-	116	42
Brasil	144	108	43	...
Costa Rica	133	-	84	...
Cuba	148	93	65	...
Chile	250	151	89	50
Ecuador	342	191	109	49
Honduras	153	-	63	...
México	281	160	83	44
Panamá	274	-	79	...
Perú	197	133	-	-
República Dominicana	235	-	61	...
Uruguay	349	-	97	44
Venezuela	-	-	68	43

Fuente: Los cálculos se han hecho sobre la base de los datos suministrados por la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

a/ Basadas en un índice de elementos del costo del crédito que están sujetos a negociación. La fórmula es la siguiente:

$$\left(\frac{C_1 + M_1}{A_1} \right) / \left(\frac{C_0 + M_1}{A_0} \right) \times 100$$

donde: C = comisiones; A = período de amortización; M = margen sobre la tasa LIBOR. El subíndice 1 se refiere a las condiciones durante las respectivas reprogramaciones, mientras que el subíndice 0 se refiere a las condiciones del mercado normal de crédito de 1980-junio de 1981.

b/ Durante las reprogramaciones los bancos a menudo obligaron al Estado a asumir la responsabilidad por las obligaciones no garantizadas del sector privado. Este deterioro de las condiciones no está reflejado en el índice.

i) Vulnerabilidad ante los incumplimientos. La crisis del endeudamiento tuvo su origen en que la mayor parte de los países latinoamericanos y del Caribe se vieron imposibilitados de cumplir con el servicio de su deuda. A

pesar de ello, la mecánica de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento logró que los préstamos a la región en su mayor parte siguieran siendo muy lucrativos para los bancos, aunque fuera a través de prácticas "creativas" de contabilidad que significaban extender nuevos préstamos para facilitar el pago de intereses sobre los anteriores.^{15/} Mantener al día las deudas de la región permitía a los bancos ganar tiempo para aumentar su capital básico (activos y reservas para posibles pérdidas por créditos) y con ello reducir su vulnerabilidad a los riesgos en la región. Sin embargo, la menor vulnerabilidad de hecho restaba incentivos al otorgamiento de préstamos no voluntarios.^{16/} Más aún, la contabilidad "creativa" de los bancos no tuvo efectos positivos en el mercado. Por una parte, los bancos con considerables préstamos pendientes en América Latina y el Caribe vieron deteriorarse el valor de sus acciones.^{17/} Por otra, mientras mayor era la cantidad de préstamos no voluntarios recibidos por un país, mayor tendía a ser el descuento sobre el precio de dicha deuda en el mercado secundario.^{18/}

Otra repercusión del fortalecimiento de los balances consistió en crear progresivas diferencias entre los bancos, haciéndoles cada vez más difícil sostener una posición coordinada ante deudores problemáticos. Como puede apreciarse en el cuadro 1, los bancos estadounidenses de tamaño mediano y pequeño habían avanzado mucho más que los más grandes en la reducción de sus compromisos relativos en la región. Para ellos se hacía técnicamente innecesario otorgar nuevos préstamos; incluso llegaron a considerar que al hacerlo ponían en peligro su capacidad de competir con los grandes bancos en el mercado interno, cada vez menos reglamentado. En consecuencia, fue más difícil para los grandes acreedores lograr que los bancos menos comprometidos participaran en programas de préstamos no voluntarios. Incluso cuando comprometían su participación, los acreedores de tamaño mediano y pequeño solían neutralizar parcialmente los efectos de ésta retirando sus líneas de crédito de corto plazo.

Otra de las diferencias fue la que surgió entre los grandes bancos estadounidenses y las instituciones europeas y japonesas. Estas últimas, muchas veces más conservadoras en cuanto a prácticas contables, habían aumentado rápidamente sus reservas en relación con sus préstamos a América Latina y el Caribe.^{19/} Además, en algunos países los organismos supervisores de la banca consideraron inaceptable la contabilidad "creativa" ya mencionada, lo que obligó a los bancos afectados a reservar un dólar por cada dólar aportado a nuevos programas de préstamos no voluntarios. Con ello, el otorgamiento de nuevos préstamos perdió todo su atractivo.

En estas condiciones, la organización de acuerdos de préstamos no voluntarios se hizo cada vez más demorosa, y, como puede observarse en el cuadro 5, hubo una espectacular reducción de la afluencia de nuevos créditos a la región. En 1986, incluso, la afluencia neta de préstamos tenía signo negativo.^{20/} Más aún, las perspectivas de los préstamos no voluntarios sufrieron un importantísimo revés en el segundo trimestre de 1987. Ante la creciente falta de acuerdo entre los bancos (además de otros problemas, a los que se hará referencia más adelante), los grandes bancos estadounidenses decidieron aumentar en forma notable sus reservas por concepto de posibles pérdidas en préstamos.^{21/} Tal estrategia afectó muy gravemente la base técnica de sustentación del programa de préstamos no voluntarios.

Cuadro 5

PRESTAMOS DE LOS BANCOS PRIVADOS A AMERICA LATINA a/

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
América Latina	23.2	27.4	30.5	12.1	8.3	5.3	1.7	-1.6

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Fifty-Seventh Annual Report, Basilea, marzo de 1987, p. 101.

a/ Se ha ajustado el cambio de los activos para tener en cuenta las fluctuaciones del tipo de cambio. Esto puede subestimar levemente las corrientes de préstamos porque en los datos sobre los activos se incorporan los efectos de las cancelaciones de las deudas incobrables y las conversiones de la deuda. Obsérvese que, a diferencia de las cifras del cuadro 3, que contiene compromisos de mediano plazo con el sector público, las cifras de este cuadro representan el total de los préstamos netos.

ii) La falta de dinamismo de la economía mundial. La cooperación de los acreedores se basaba parcialmente en la expectativa de una fuerte recuperación de los países industrializados, que contribuiría a que la mayor parte de los países deudores lograran superar los problemas de servicio de su deuda. De hecho, las economías de la OCDE se recuperaron de la recesión de 1982. Sin embargo, el crecimiento alcanzó rápidamente un máximo de 5% en 1984, y luego bajó en forma pronunciada. En 1986, las tasas de expansión de las economías industrializadas eran inferiores al 3%, considerado por algunos el mínimo necesario para producir un considerable mejoramiento en la capacidad de pago de los países deudores.^{22/} Más aún, las perspectivas para 1987 y 1988 eran de una evolución económica mediocre en la zona de la OCDE.^{23/}

Esta lentitud del crecimiento, junto con cambios estructurales en las funciones internacionales de producción, mantuvo también en general deprimidos los precios de los productos básicos. La fuerte reducción de los precios del petróleo a comienzos de 1986 fue sumamente perjudicial, por cuanto la región es exportadora neta de productos petroleros. En todo caso, América Latina y el Caribe, cuyos productos básicos constituyen 80% de sus exportaciones, experimentó nuevamente grandes deterioros en la relación de precios del intercambio en 1985 y 1986; el índice global correspondiente alcanzó un nivel 20% inferior al de 1980.^{24/}

Por otra parte, aunque en el último semestre de 1984 comenzaron a bajar las tasas internacionales nominales de interés, durante 1985-1987 éstas siguieron siendo muy altas y onerosas en términos reales (4.5%). Al deflactar las tasas de interés nominal por los índices de los precios de las exportaciones de los países deudores, surgía una visión mucho más abrumadora: las tasas de interés real oscilaban entre 15 y 20%. (Véase el cuadro 6.)

Cuadro 6

TASAS DE INTERES INTERNACIONALES NOMINALES Y REALES

(Porcentajes)

	Tasa LIBOR nominal ^a	Tasa PRIME nominal ^b	IPC países industria- lizados	Variación del valor unitario de las exporta- ciones de bienes de América Latina	Tasa LIBOR real		Tasa PRIME real	
					^c (1)/(3)	^d (1)/(4)	^c (2)/(3)	^d (2)/(4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1974	11.20	10.81	13.3	65.7	-1.9	-32.9	-2.2	-33.1
1975	7.61	7.86	11.1	2.6	-3.1	4.9	-2.9	5.1
1976	6.12	6.84	8.3	7.5	-2.0	-1.3	-1.3	-0.6
1977	6.42	6.83	8.4	17.2	-1.8	-9.2	-1.4	-8.8
1978	8.33	9.06	7.2	0.3	1.1	8.0	1.7	8.7
1979	11.99	12.67	9.2	22.7	2.6	-8.7	3.2	-8.2
1980	14.15	15.27	11.9	26.6	2.0	-9.8	3.0	-8.9
1981	16.52	18.85	9.9	-0.9	6.0	17.6	8.1	19.9
1982	13.25	14.77	7.5	-9.9	5.3	25.7	6.8	27.4
1983	9.79	10.81	5.0	-7.1	4.6	18.2	5.5	19.3
1984	11.20	12.04	4.8	2.6	6.1	8.4	6.9	9.2
1985	8.64	9.93	4.2	-6.0	4.3	15.6	5.5	16.9
1986	6.82	7.99	2.3	-12.7	4.4	22.4	5.9	23.7
1987 ^e	7.29	8.14	3.1	...	4.2	...	5.0	...
1984								
I	11.10	11.68	5.1	...	5.7	...	6.3	...
II	11.30	12.40	4.5	...	6.5	...	7.6	...
1985								
I	9.05	10.37	4.4	...	4.5	...	5.6	...
II	8.23	9.50	4.0	...	4.1	...	5.3	...
1986								
I	7.43	8.98	2.8	...	4.5	...	6.0	...
II	6.20	7.70	1.9	...	4.2	...	5.7	...
1987								
I	6.86	7.64	2.6	...	4.2	...	4.9	...
II ^f	7.72	8.64	3.5	...	4.1	...	5.0	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones del Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, y del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

^aCorresponde a la tasa de interés para depósitos en eurodólares a 180 días en Londres. ^bTasa preferencial que los bancos estadounidenses otorgan a sus mejores clientes. ^cTasa nominal deflactada por el índice de precios al consumidor de los países industrializados. ^dTasa LIBOR deflactada por el valor unitario de las exportaciones de bienes de América Latina. ^eEnero-noviembre. ^fJulio-noviembre.

iii) Falta de liquidez versus insolvencia. Los altibajos de la economía mundial contribuyeron a empeorar la situación económica de los países deudores, y con ello llevaron a más bancos a revisar el supuesto anterior sobre la crisis del endeudamiento como problema de corto plazo, vinculado a la falta de liquidez, y susceptible de superarse a la brevedad.^{25/} A fines de 1986 en América Latina y el Caribe la mayor parte de los indicadores habituales del peso de la deuda (relación deuda/exportaciones, etc.) eran tanto o más negativos que al comienzo de la crisis.^{26/} En consecuencia, la banca preveía un prolongado problema de pagos en la región.^{27/}

iv) La vigilancia del ajuste. Desde la estrecha perspectiva de los saldos en cuenta corriente, el ajuste de América Latina y el Caribe tuvo un carácter espectacular: un déficit de 41 000 millones de dólares en 1982 se redujo casi a cero en 1985. Sin embargo, tal resultado se logró a costa del crecimiento en los países deudores, lo que dio origen a la fatiga del ajuste: para muchos países deudores, el Fondo Monetario Internacional, en el plano político, se transformó en una pesada carga.

A mediados de 1985 era evidente que se debilitaba el control ejercido por el Fondo sobre el proceso de ajuste en América Latina y el Caribe. Sólo un puñado de deudores problemáticos habían logrado cumplir en forma sostenida con sus metas. Algunos países habían decidido incluso, como política pública, dejar de lado por completo al FMI, o bien aceptar sólo contactos parciales e indirectos con el Fondo a través de consultas con arreglo al artículo IV. Peligraba así el papel del Fondo como árbitro de las negociaciones entre deudor y acreedor. Más aún, ante la paralización de un creciente número de sus programas de derechos especiales de giro, la transferencia neta de recursos del Fondo a la región se redujo hasta adquirir signo negativo en 1986. Resulta irónico que el Fondo, desde la perspectiva de los bancos, hubiera llegado a transformarse en un "free rider", lo que disminuía todavía más los incentivos para la participación de estas instituciones en nuevos acuerdos crediticios.^{28/}

b) El FMI

La principal contribución del FMI a la estrategia internacional de gestión del endeudamiento consistió en ubicarse directamente entre acreedor y deudor en las negociaciones de reprogramación. Sin embargo, como ya se ha sugerido, con el tiempo la relación del Fondo con ambas partes se hizo cada vez más difícil, lo que perjudicó la eficacia de su desempeño en el proceso de ajuste.

El carácter recesivo de los programas del FMI —que llevó al alejamiento de muchos países deudores— provino parcialmente del diseño y de la condicionalidad de los acuerdos.^{29/} Sin embargo, se ha demostrado que el factor decisivo fue la gran diferencia entre las disponibilidades de financiamiento y las necesidades de un ajuste socialmente eficiente.^{30/} La falta de financiamiento a su vez ponía de relieve la debilidad estructural del Fondo y sus deficiencias en cuanto catalizador de la movilización del financiamiento privado.

El FMI decía diseñar sus programas de ajuste en forma flexible, y según se afirmaba reiteradamente, "caso por caso". En estas condiciones, deberían haberse tomado en cuenta las diferencias entre las condiciones económicas y sociales de los diversos países deudores. Sin embargo, en la práctica, y puesto que el Fondo dependía de los bancos privados para obtener financiamiento de sus programas de ajuste, se aplicó una fórmula relativamente rígida y general para manejar el servicio de la deuda. En primer lugar, los países, para cooperar con el Fondo, debían llegar también a un acuerdo paralelo con los bancos privados, puesto que el Fondo consideraba que la existencia de retrasos en los pagos constituía base suficiente para no cumplir con los acuerdos de derechos especiales de giro. En segundo lugar, para llegar a un entendimiento con los bancos los deudores debían aceptar exigencias de los acreedores de reprogramar la deuda con tasas de interés comerciales. En tercer lugar, puesto que los préstamos no voluntarios de los bancos se consideraban perjudiciales para la imagen de solvencia de los países, el criterio era otorgar el mínimo posible. En la práctica, hubo créditos suficientes para que los países mantuvieran al día sus pagos de servicio de la deuda, pero no para apoyar un ajuste eficiente en lo social. La nueva relación con los bancos, en síntesis, creó una anomalía en la cual un programa público y macroeconómico de ajuste pasó a depender de la estrecha variable del servicio de la deuda bancaria privada en condiciones comerciales. Todas las demás variables --en especial la del crecimiento en los países deudores-- se consideraron de hecho como residuales en el proceso de ajuste.

La crítica de los países deudores al proceso de ajuste recesivo, junto con la menor respuesta de los acreedores ante sus solicitudes de nuevos préstamos, hizo que a fines de 1987 el Fondo comenzara a reexaminar su función en el proceso de ajuste, lo que pudo apreciarse en la reunión entre el Fondo y el Banco Mundial realizada en septiembre de 1987 en Washington, D.C. En dicha reunión el nuevo Director Gerente del Fondo, anunció que en el futuro el Fondo consideraría: i) un curso temporal más prolongado para el ajuste; ii) la introducción de financiamiento contingente de carácter más amplio, y iii) la reducción del número de variables empleado en la aplicación de la condicionalidad.^{31/} Más tarde, en octubre, el Fondo anunció un nuevo acuerdo de derechos especiales de giro con Costa Rica, que no consideraba como requisito un compromiso previo entre el gobierno y los bancos privados en relación con sus saldos en mora.^{32/} Este nuevo acuerdo puede ser un signo importante de una desvinculación entre los programas de ajuste del Fondo y el manejo de los activos bancarios en tiempos de crisis.

c) Los gobiernos acreedores

Claramente poco dispuestos a intervenir en el mercado, los gobiernos de los países industrializados comenzaron por una sigilosa actuación tras las bambalinas, estimulando negociaciones entre bancos y deudores y proporcionando préstamos urgentes de enlace en caso necesario. Sin embargo, cuando la inicial convergencia de los intereses de los principales participantes evolucionó hacia una divergencia, los gobiernos acreedores, tomando en cuenta su función como fuentes de crédito de última instancia, se vieron obligados a una acción más decidida en favor de los acuerdos entre las partes.

Dicho proceso alcanzó plena madurez en septiembre de 1985, al anunciarse el Programa de Crecimiento Sostenido, más conocido como Plan Baker. Este plan prometía infundir renovado vigor a una estrategia cuya debilidad había comenzado a manifestarse en los más diversos frentes. Cambiaba en forma espectacular el énfasis de la gestión oficial: la austeridad cedía el paso al crecimiento; el ajuste de la balanza de pagos a la reforma económica y al ajuste estructural. Para apoyar el crecimiento, la iniciativa prometía reunir nuevos créditos por 29 000 millones de dólares en los próximos tres años para 15 países con problemas de pago, en su mayoría latinoamericanos. El aporte de los bancos, según se anunció, sería de 20 000 millones de dólares, cifra que representaba una modesta expansión del 2 1/2% anual en los compromisos bancarios. El resto de los recursos serían aportados por fuentes públicas de crédito. Un punto importante era el mayor peso que adquiriría el Banco Mundial, hasta entonces opacado por el papel que el Fondo había asumido en la gestión de corto plazo de la crisis del endeudamiento.

El plan constituía, en gran medida, una iniciativa del Gobierno de los Estados Unidos. Literalmente, "se informaba" a los bancos y a los países deudores cuál sería su participación en el programa.^{33/} Sin embargo, la respuesta de la banca ante el nuevo compromiso financiero distó de ser entusiasta, y los deudores, por su parte, mostraron franco escepticismo respecto de la capacidad del plan para influir favorablemente en su situación.^{34/} Todo ello contribuyó a un difícil despegue para la nueva estrategia. El caso inicial para la aplicación del plan demoró casi un año en aparecer, y aún así fue producto de una emergencia: la amenaza de una moratoria unilateral en México, a fines de 1986, si el programa oficial de ajuste no consideraba las aspiraciones de crecimiento del país. En esa oportunidad, se dice que los bancos --otra vez "informados" de su nuevo compromiso financiero por 7 700 millones de dólares, incluso fondos de imprevistos, para apoyar el programa de ajuste con crecimiento en México-- se mostraron muy irritados por la intervención gubernamental, la que se interpretó como una cesión forzada del control de su propia cartera de préstamos.^{35/} La oposición se manifestó en una demora de más de seis meses en formalizar la participación de los bancos en un nuevo acuerdo financiero que marcó el inicio de la aplicación del Plan Baker (y de la cuarta ronda de reprogramaciones).

La diferencia de intereses entre los bancos privados y sus propios gobiernos acreedores reflejaba un cambio en las condiciones existentes. En 1986, existía ya una masa crítica de bancos cuya situación de capital había mejorado hasta tal punto que podían ejercer mayor selectividad en relación con los montos y las condiciones de los acuerdos de reprogramación de deudas. No todos ellos, sin embargo, gozaban de la misma protección. Por ello, desde la perspectiva pública de los gobiernos de los países industrializados, persistía aún marginalmente el peligro de una crisis en el sistema bancario, y se mantenía la necesidad de contar con programas concertados de crédito.

A pesar de ello, hubo a comienzos de 1987 ciertos indicios de que también las autoridades de los gobiernos acreedores percibían que el sistema bancario corría ya menores riesgos. Estas comenzaron a respaldar activamente la incorporación de opciones no vinculadas a préstamos, como por ejemplo la conversión de la deuda en capital y los bonos de salida. Por otra parte, no intervinieron para evitar la declaración de una moratoria por parte de Brasil,

el mayor deudor del Tercer Mundo. Como para confirmar la nueva fortaleza del sistema financiero internacional, tal moratoria tampoco provocó pánico en los círculos bancarios acreedores. Los grandes bancos estadounidenses no respondieron a la declaración brasileña con un ofrecimiento de nuevos préstamos para refinanciar el pago de los intereses, sino con un pronunciado incremento de sus reservas para enfrentar posibles pérdidas por préstamos. Esto último, por supuesto, los hacía menos vulnerables a presiones oficiales en favor de nuevos créditos, fueran éstas de gobiernos acreedores o de gobiernos deudores. Al disminuir los incentivos para otorgar nuevos préstamos, y al aumentar el número de países que funcionaban fuera del marco de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento, la definición original del Plan Baker se fue desdibujando.

Sin embargo, el colapso de la bolsa de valores estadounidense en octubre de 1987 dio renovado impulso a la intervención pública en el problema del endeudamiento de América Latina y el Caribe. En efecto, las autoridades bancarias del país deben considerar "valores castigados" los préstamos con pagos de intereses atrasados en más de seis meses, a menos que exista perspectiva razonable de arreglo respecto de los retrasos. Tal reclasificación significa, para los bancos, la necesidad de cubrir el préstamo respectivo con una reserva específica equivalente a 10% de su valor nominal. En cada uno de los años siguientes, se exige una asignación específica de reserva de al menos 15% del crédito en cuestión, hasta su plena amortización.^{36/} El límite de seis meses impuesto a los atrasos en los pagos del Brasil coincidió con un período de extrema fragilidad en los mercados mundiales de capitales. La necesidad de evitar nuevos acontecimientos negativos contribuyó a que los gobiernos acreedores presionaran directamente a los bancos para que llegaran a un arreglo con dicho país.^{37/} Se obtuvo así un acuerdo provisional, según el cual los principales acreedores bancarios del Brasil prometieron aportar 3 000 millones de dólares para el refinanciamiento de alrededor de dos tercios de los intereses atrasados de 1987; el tercio restante sería cubierto por un pago directo del Brasil.

d) Los países deudores

Aunque los países deudores habrían preferido un plan general de alivio de la deuda que hubiera minimizado sus pérdidas de ingreso y de producción, la percepción inmediata de sus intereses propios los hizo coincidir en torno a la solución subóptima de transacción que surgió de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento. Con el tiempo, no obstante, cambiaron las percepciones respecto de dicha gestión y de las opciones de los deudores para reducir el peso de los pagos.

En primer lugar, los países deudores comenzaron a cuestionar la distribución de los costos de la gestión de la crisis. Esta había llevado a los deudores de América Latina y el Caribe a transferir al exterior, a los países acreedores, montos muy considerables, equivalentes a más del 4% del PIB; esta cifra excedía incluso la de las bulladas reparaciones de guerra exigidas a Alemania después de la Primera Guerra Mundial.^{38/} La estrategia oficial también validaba la pretensión de los bancos privados de obtener en los ejercicios de reprogramación altos márgenes de interés y comisiones en condiciones comerciales. El contraste entre la alta rentabilidad obtenida por

los acreedores y las deprimidas economías de los deudores era demasiado evidente como para ser pasado por alto por estos últimos. Así, se crearon resentimientos en los países deudores, y motivaciones para presionar muy activamente con miras a reducir los márgenes sobre los intereses y eliminar las comisiones.

Como ya se dijo, hubo concesiones por parte de los bancos, pero éstas no marcharon a la par con el deterioro en las condiciones de la mayor parte de los prestatarios. Se intensificó, en consecuencia, la presión sobre las condiciones de los préstamos bancarios. Los márgenes sobre las tasas de interés y las comisiones llegaron incluso a adquirir vida propia, transformándose en símbolos de la distribución del peso de la deuda en los ejercicios de reprogramación. Además, en 1987 muchos deudores latinoamericanos y del Caribe habían comenzado a exigir condiciones no comerciales, en forma de márgenes de interés negativos o nulos. Hubo también amplio apoyo en círculos deudores para la fijación oficial de límites a los pagos.

En segundo lugar, los países deudores, que habían creído inicialmente en la transitoriedad de la crisis, se enfrentaron en 1985 a la evidencia de que las perspectivas del mediano plazo eran de falta de dinamismo en la economía mundial, bajos precios de los productos básicos y altas tasas internacionales de interés.

En tercer término, los mercados privados de crédito no respondieron a su promesa de apoyar mediante nuevos préstamos los ajustes logrados. Muchos países latinoamericanos y caribeños habían realizado efectivamente hercúleos esfuerzos por ajustarse y alcanzar grandes excedentes comerciales. Algunos de ellos, como Brasil, México y Venezuela, habían obtenido ya en 1984 excedentes suficientes como para financiar totalmente los pagos de intereses, sin recurrir a préstamos no voluntarios de los bancos. A fines de 1984, Venezuela incluso acordó reiniciar la amortización de la deuda. Sin embargo, los deudores vieron que su renuncia a los préstamos no voluntarios, en vez de producir ofertas de otros tipos de préstamos, se transformaba en pretexto para que los bancos aceleraran su retirada de la región. El FMI reconoció el problema; su Director Gerente, señor Camdessus, hizo recientemente comentarios respecto de la demora excesiva en reconocer la mayor solvencia de los países, tras una eficaz aplicación de políticas de ajuste. Señaló además que la cautela de los acreedores persiste aunque los países hagan notables esfuerzos y obtengan buenos resultados en sus balanzas de pagos, en la reducción de su déficit fiscal, en el inicio de cambios estructurales y en sus políticas de tipo de cambio, e incluso si se inicia el retorno de los capitales enviados al extranjero. En tales condiciones, observó, los retrasos en los programas de financiamiento se interpretan negativamente, y a veces tienen un efecto destructivo en el proceso.^{39/}

La falta de una respuesta del mercado, que se habría traducido en nuevos préstamos, tuvo sin duda una influencia muy negativa sobre la estrategia internacional de gestión del endeudamiento. Como ya se dijo, los prestatarios aquejados de falta de liquidez se inclinan en forma natural a aceptar los costos relativamente altos que traen consigo en el corto plazo el ajuste y los programas de reprogramación en condiciones comerciales. Lo hacen porque hay altas tasas implícitas de rentabilidad interna del capital; tras un período de ajuste relativamente breve, los países prestatarios esperan obtener

acceso a préstamos externos que podrían emplearse para aprovechar dicha tasa favorable. En tales condiciones sería positivo el saldo de los nuevos préstamos en relación con el ingreso dejado de percibir en el momento y el valor actual del ingreso futuro. El espíritu de cooperación puede modificarse, sin embargo, cuando se obtienen resultados positivos pero no hay adecuada respuesta de los mercados. El deudor falto de liquidez va dándose cuenta progresivamente de la conveniencia de comportarse como si fuera insolvente, aunque no sea ésta su situación real. Como es obvio, un deudor insolvente calcula que será negativo el saldo de los nuevos préstamos en relación con el ingreso que deja de percibir en el momento y el valor actual del ingreso futuro. En ese caso, la mejor manera de maximizar el valor actual de los futuros flujos de fondos provenientes de los mercados privados consiste en negociar la condonación de la deuda, o bien en recurrir a una moratoria total o parcial.

Esta última conclusión se vio corroborada por un cuarto factor. La experiencia enseñó a los países deudores que eran muy exageradas las amenazas de sus acreedores en el sentido de que la falta de cooperación les acarrearía sanciones espectaculares.^{40/} En la práctica, el principal costo de un incumplimiento de facto era de carácter sutil; consistía en un acceso más difícil a las líneas de crédito de corto plazo. Si bien éste acarrea inconvenientes, sus efectos negativos pueden ser contrarrestados por los países deudores mediante estrategias adecuadas.

Por último, los países deudores gradualmente tomaron conciencia de que mediante la cooperación recíproca se podía mejorar la situación de cada uno ante el comité de dirección de los bancos. Como ya se dijo, a comienzos de 1984 comenzó a plantearse una posición regional ante el problema del endeudamiento. Esta ha tomado formas diversas, como las reuniones gubernamentales regionales, la formación del Consenso de Cartagena, el establecimiento de un grupo oficial de consultas (G 3) integrado por México, Argentina y Brasil, una reunión presidencial de ocho países y conversaciones bilaterales ad hoc entre gobiernos respecto de estrategias ante la deuda.

Este cambio de circunstancias y de percepciones en América Latina y el Caribe llevó a los países a variar gradualmente su posición ante la estrategia internacional de gestión de la deuda. Una visión rápida de la situación en el año 1987 sintetiza la diversidad existente en la región. Argentina, Colombia, Chile, México, Uruguay y Venezuela mantenían al día sus pagos de intereses a los acreedores, al igual que durante casi toda la crisis.^{41/} Bolivia, Brasil, Costa Rica, Cuba, Ecuador, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana, en cambio, habían estado durante la mayor parte del año en situación de moratoria, aunque de carácter conciliador. Por su parte, Perú seguía limitando unilateralmente el servicio de su deuda anterior a julio de 1985 al 10% de sus ingresos por concepto de exportaciones.^{42/}

3. El curso futuro de la estrategia internacional del endeudamiento: la lista de opciones de mercado

La divergencia de intereses entre los diferentes protagonistas de la crisis de la deuda llevó a desdibujar los rasgos de la estrategia internacional de gestión del problema. Una de las principales bases de sustentación de la

estrategia --los programas de nuevos créditos no voluntarios para financiar el crecimiento y las reformas económicas en los países deudores-- sufrió daños estructurales debido al fuerte incremento de las reservas de los bancos por posibles pérdidas en préstamos, y también por el cambio de apreciación de estas instituciones respecto de la futura capacidad de pago de la región. Los bancos buscaban con ahínco opciones diferentes a las de asumir mayores compromisos en América Latina y el Caribe, y por consiguiente en 1986-1987 no se alcanzaron ni siquiera las metas crediticias del Plan Baker (consideradas insuficientes por muchos analistas).^{43/} Los créditos que sí se otorgaron fueron, en general, soluciones parciales de emergencia ante la amenaza de moratoria unilateral por parte de un importante deudor latinoamericano, o bien parte de un plan para eliminar retrasos en los pagos de intereses.^{44/} Todo ello contribuyó a la impresión de que la estrategia internacional de hecho se había transformado solamente en un conjunto de políticas "de parche".

Sin embargo, las autoridades de países acreedores, los organismos multilaterales y muchos de los grandes bancos comerciales continúan apoyando con decisión la idea de una estrategia internacional bien definida en materia de deuda. Los principios básicos, ya expuestos en septiembre de 1985 al darse a conocer el "Plan Baker", se reiteraron en septiembre de 1987 en los siguientes términos: i) fomento del crecimiento económico en los países deudores; ii) reformas tendientes a una economía de mercado en esos mismos países; iii) nuevos recursos para apoyar las reformas, a través de participación en el capital social de las empresas, créditos y retornos de capitales antes enviados al extranjero, y iv) mantenimiento del método de acuerdos "caso por caso".^{45/} Con todo, se reconocía también, en forma tácita, que era imposible controlar totalmente las fuerzas centrífugas que operaban en el ámbito del endeudamiento. Así, los programas de créditos no voluntarios, que tenían un papel central en el "programa de crecimiento sostenido" del Plan Baker, fueron paulatinamente desplazados por una novedad dentro de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento: la lista de opciones de mercado, también llamada "menú del mercado".

a) La lista de opciones de mercado

Este planteamiento no hace sino legitimar las alternativas elaboradas por los bancos con miras a sanear sus carteras de crédito en América Latina y el Caribe sin recurrir a préstamos no voluntarios. Las opciones que presenta se basan en dos principios fundamentales: éstas deben ser en primer lugar basadas en el mercado, y en segundo lugar negociadas en forma voluntaria entre acreedor y deudor.^{46/} En cuanto a las opciones mismas, se han señalado oficialmente las siguientes:^{47/}

- Créditos para actividades comerciales y proyectos. Se trata de préstamos vinculados a determinadas actividades comerciales o de inversión. Tienen atractivo para los bancos, por cuanto su rendimiento puede determinarse con mayor facilidad que el de los créditos de orden más general, y en consecuencia se les considera menos riesgosos.
- Représtamos. Disposiciones que dan la oportunidad a los bancos de reubicar en el mercado del país deudor una parte de los pagos por sus créditos del mismo país.

- Bonos de nuevos recursos. Reemplazo total o parcial del conjunto de créditos no voluntarios por una emisión de bonos por parte del país deudor. Tales bonos probablemente tendrían prioridad sobre deudas anteriores.
- Pagarés convertibles de la deuda. Los deudores entregan a los bancos pagarés que éstos pueden convertir en capital accionario dentro del país deudor.
- Bonos de salida. Una parte de la deuda pendiente se convierte en bonos de interés fijo. Con ello, determinados bancos pueden "salir" del proceso de reprogramación y de otorgamiento de nuevos créditos.
- Conversión de la deuda en capital. Transformación de deudas pendientes en capital en el país deudor. Puede ser realizada directamente por los bancos, o bien mediante transacciones en el mercado secundario.
- Conversión de la deuda en fondos benéficos. La deuda latinoamericana y caribeña es adquirida con descuento en mercados secundarios por organizaciones sin fines de lucro, las que la convierten en moneda del país deudor para emplearla con fines filantrópicos.
- Capitalización de los intereses. Planes que necesariamente deben ser voluntarios y de alcance limitado.
- Préstamos de apoyo general a la balanza de pagos. También forman parte de la lista los programas tradicionales de créditos no voluntarios.

b) Las exclusiones de la lista

La lista excluye en forma explícita todas las opciones no aceptadas por el mercado, y especialmente mecanismos tales como la capitalización general, la condonación de la deuda, la moratoria, los retrasos parciales en los pagos, y los límites impuestos unilateralmente al monto del servicio de la deuda (por ejemplo, dedicar a dicho servicio no más de un porcentaje determinado de los ingresos por exportaciones). La exclusión se debe a que las opciones denominadas "ajenas al mercado" se consideran perjudiciales para la apreciación de la solvencia de los países deudores, lo que cerraría a economías fundamentalmente fuertes la posibilidad de acceso a los mercados de créditos voluntarios. Desde el punto de vista oficial, y según se ha expresado textualmente, el curso de los países hacia el siglo veintiuno debe caracterizarse por aumentar (y no por disminuir) su vinculación comercial y financiera con el resto del mundo.^{48/}

II. EVALUACION DE LA LISTA DE OPCIONES

Ya casi no se discute que la solución de la crisis latinoamericana y caribeña debe necesariamente basarse a la vez en una reestructuración económica de los países deudores, para fomentar un tipo de economía más abierta y más competitiva en el plano internacional, y en la disponibilidad de un financiamiento externo adecuado para apoyar tal proceso. Sin embargo, y lamentablemente, la lista de opciones del mercado de la estrategia internacional de gestión del endeudamiento no aborda en forma adecuada el problema de las reformas estructurales y de su financiamiento.

1. La lista de opciones del mercado es básicamente una lista de los acreedores

Como ya se dijo, la lista de opciones surgió de los esfuerzos de los bancos para eximirse de participar en los nuevos créditos auspiciados por la estrategia internacional de gestión de la deuda, y corresponde a los objetivos propios de la banca, que son de carácter comercial.^{49/} Cabe suponer que se ajusta relativamente bien a los intereses inmediatos de ésta. No corren la misma suerte, en cambio, los intereses de los países deudores.

La estrategia internacional de gestión de la deuda, en un principio, ubicó a cientos de bancos acreedores dentro de un solo mecanismo homogéneo: reprogramación con préstamos no voluntarios. Dicha táctica no tomaba en cuenta la heterogeneidad existente entre los bancos. Estos compiten entre sí, expresan distintos objetivos comerciales, tienen diversos grados de compromiso en América Latina y el Caribe y están sujetos a medios bancarios con diferentes reglamentaciones. En consecuencia, sólo podían mantenerse voluntariamente dentro del mecanismo oficial por un tiempo muy limitado. En este sentido, cabe reconocer que el planteamiento de la lista de opciones tiene aspectos positivos, por cuanto los bancos acreedores gozan de mayor libertad para llevar adelante las opciones más acordes a sus preferencias comerciales de desarrollo de carteras. En efecto, cada banco puede elegir mejor su propia combinación de instrumentos y establecer el curso temporal más conveniente entre ellos. La lista es, por lo tanto, un buen mecanismo para el ajuste de las carteras.

Tampoco deja de tener cierta seducción para los deudores. Ante la lista, los países de la región siempre han encontrado algo atractivo que escoger. Diversas formas de conversión de la deuda en capital han interesado a los gobiernos: casi todos los países con deuda externa han creado o están creando algún tipo de programa en este sentido.^{50/}

No obstante, la lista de opciones del mercado no tiene las mismas virtudes en lo que se refiere al fundamental tema macroeconómico del apoyo financiero al crecimiento y la reestructuración económica en América Latina y el Caribe. De hecho, presenta la misma deficiencia básica que se apreciaba en las anteriores etapas de la crisis del endeudamiento: el funcionamiento cotidiano de un programa internacional multilateral de gestión del endeudamiento sigue estando muy subordinado al objetivo de un ajuste ordenado de carteras financieras privadas. La fase inicial estuvo demasiado determinada por el intento de evitar pérdidas contables en el sistema financiero internacional mediante reprogramaciones en condiciones comerciales y nuevos créditos. La más reciente se orienta ahora principalmente a un ajuste gradual del valor de los activos bancarios y a una mayor diversificación del riesgo mediante planes que contemplan la conversión de deuda en capital y en valores. Sigue siendo un elemento pasivo y residual, en la óptica del proceso, la cuestión macroeconómica del mejoramiento de la capacidad de pago de los países deudores. En este sentido, la lista de opciones del mercado es básicamente una lista de los acreedores privados.

2. La deficiencia de la lista de opciones de mercado

La recuperación de la capacidad de pago de las economías de América Latina y el Caribe pasa por una profunda reforma socioeconómica. Para llevar a cabo una reforma estructural orientada hacia el mercado, sin embargo, se precisa contar con acceso predecible a montos adecuados de financiamiento externo a través de canales habituales. Hay razones tanto políticas como económicas para justificar la necesidad de un nivel sostenido de financiamiento. Por una parte, los costos de las reformas pueden absorberse mejor, políticamente hablando, si se encuentran atenuados por los efectos del crecimiento económico. Por otra, una reforma profunda significa una considerable inversión en capital humano y fijo, con miras a elevar la producción hasta niveles compatibles con la competencia internacional. También es importante un nivel sostenido de financiamiento para reducir las incertidumbres y estimular la participación del sector privado, lo que incluye la repatriación de capitales enviados al extranjero. Sin suficiente apoyo financiero, los esfuerzos de reforma estructural, por heroicos que sean, corren el riesgo de frustrarse a causa de las transferencias de recursos nacionales al exterior para el servicio de deudas.

A través de su mecanismo de distribución de los riesgos, que es el incumplimiento, la solución clásica de libre mercado puede liberar gran cantidad de recursos. Según lo indica la historia, este mecanismo ha permitido a los países deudores mantener ciertos niveles de producto interno bruto incluso durante una crisis de endeudamiento; de acuerdo con los datos existentes, América Latina y el Caribe parece haber perdido relativamente poco en términos de niveles de producto real con posterioridad a 1929.^{51/} Sin embargo, los efectos de los incumplimientos sistémicos sobre la producción, el comercio y las finanzas mundiales también redujeron muchísimo los canales de comunicación entre los países deudores y el mundo externo, lo que indujo a los primeros a un desarrollo muy orientado hacia adentro, en muchos casos con grave detrimento de la eficiencia económica. Una adecuada estrategia internacional de gestión de la deuda, en cambio, brinda la oportunidad de afianzar en los países deudores un estilo de crecimiento capaz de aumentar la

eficiencia económica, y con ella la capacidad de servir las deudas. El planteamiento de la lista de opciones de mercado, lamentablemente, no promete liberar recursos suficientes como para fomentar un adecuado crecimiento en la región, ni tampoco reformas estructurales sostenidas.

La lista de opciones se basa en las respuestas "voluntarias" del mercado. No obstante, el mercado internacional de créditos se encuentra en la fase descendente de un ajuste de carteras. Dicho ajuste al exceso de deuda en América Latina y el Caribe promete ser dolorosamente lento, especialmente porque la estrategia internacional de gestión del endeudamiento tiene por principal objetivo proteger artificialmente las carteras de las valoraciones del mercado. En consecuencia, el monto del financiamiento que la lista puede liberar en el corto plazo probablemente sea inferior al necesario para afianzar el crecimiento y la reestructuración en la región. Esta conclusión se basa en el examen de los diversos instrumentos contenidos en la lista de opciones de mercado.

a) Nuevos préstamos bancarios

Es evidente que no se perfilan en el horizonte montos considerables de préstamos voluntarios para América Latina y el Caribe. Muchos bancos pequeños o de carácter regional han desplazado sus carteras hacia mercados internos más seguros. Lo mismo ha sucedido con los grandes centros bancarios, aunque en grado muy inferior, dado su prolongado compromiso con el mercado internacional. Con todo, estas últimas instituciones han establecido plazos para reducir considerablemente la relación entre su capital y los créditos a los países deudores con problemas de pago.^{52/} De acuerdo con supuestos favorables para los bancos en cuanto al aumento anual de su capital (12%) y a reducciones absolutas de sus compromisos en los países problemáticos considerados en el Plan Baker (5%), dicha relación seguiría siendo alta a fines de 1990 (63%). En consecuencia, y salvo un mejoramiento de las perspectivas globales de la economía, en el próximo decenio se mantendrían las presiones tendientes a seguir reduciendo tal cifra.^{53/} Como dijo recientemente una autoridad bancaria, en las actuales circunstancias hay escasas perspectivas de considerables préstamos futuros voluntarios de mediano plazo por parte de los bancos comerciales, cualesquiera sean las circunstancias.^{54/}

Tal conclusión no depende tampoco de los esfuerzos de los deudores por hacerse más solventes. Como ya se dijo, los mercados de crédito no han dado una respuesta favorable ante los avances objetivos de los países deudores en el proceso de ajuste, lo que corresponde exactamente a la experiencia de los mercados financieros privados a lo largo de su historia. En efecto, al plantearse una dificultad sistémica de pagos, tiende a producirse en los mercados un fenómeno de "aversión". Así, el volumen de los créditos se paraliza por un "problema de vecindad": deudores "buenos" y deudores "malos", por su proximidad, entran en una sola categoría.^{55/} Por ejemplo, Argentina fue el único país sudamericano que cumplió en los años treinta con el servicio de su deuda;^{56/} sin embargo, su acceso al crédito fue tan limitado como el de los demás países. Colombia no ha tenido en los años ochenta un problema propiamente tal de endeudamiento; no obstante, ha sufrido grandes frustraciones al intentar obtener créditos de consorcio realmente

voluntarios.^{57/} También es importante observar que anteriormente los incumplimientos han sido seguidos por treinta años de escaso acceso al crédito privado.^{58/} América Latina y el Caribe, aunque no ha incurrido en incumplimientos de derecho, ha estado en gran medida en situación de incumplimiento de hecho a partir de 1982.

En los ámbitos del comercio y del financiamiento de proyectos, las perspectivas de préstamos voluntarios son mejores. Los créditos comerciales son relativamente seguros y sumamente rentables para los bancos, por lo que incluso se otorgan a los países en situación de incumplimiento. No obstante, son de muy corto plazo. El financiamiento de proyectos de mediano plazo, por su parte, podría resultar atractivo para los bancos en el caso de ciertas iniciativas capaces de generar divisas, donde se les permitiera una injerencia directa o indirecta en el flujo de caja de su inversión. Los acuerdos necesarios, sin embargo, pueden ser difíciles y en algunos casos políticamente inaceptables para los gobiernos. Cabe observar además que muchos países tendrían dificultades para formular un adecuado número de proyectos rentables, especialmente por las estrictas limitaciones fiscales que afectan al sector público. En consecuencia, el financiamiento de proyectos no puede garantizar una masa crítica de flujos financieros permanentes, al menos hasta que los países se encuentren en un sostenido proceso de crecimiento económico.

En lo que respecta a préstamos bancarios no voluntarios de mediano plazo, se ha dicho ya que la participación en ese tipo de programas ha ido perdiendo rápidamente todo su atractivo para los bancos. Son pocos los grandes países prestatarios que todavía tienen capacidad técnica como para obligar a los bancos a otorgarles nuevos créditos. Incluso para ellos las posibilidades van reduciéndose en la medida que los bancos aumentan sus reservas, en prevención de posibles pérdidas sobre sus préstamos.

b) Conversiones de la deuda en capital

En los últimos dos años se ha prestado enorme atención a las conversiones de deuda en capital, las que sin duda tienen un lugar preferente entre las opciones de la lista de mercado. Dichas conversiones se originan en la prolongada crisis de la región, y en el consiguiente interés de los bancos por convertir sus préstamos en otros activos, entre ellos dinero en efectivo.

Las operaciones de conversión han aumentado considerablemente durante los últimos años. Se trata de transacciones confidenciales y sumamente personalizadas, lo que hace difícil cuantificar su volumen. No obstante, las estimaciones extraoficiales de las operaciones en este mercado secundario emergente alcanzan hasta los 10 o 12 000 millones de dólares para 1987, aunque suele haber gran cantidad de transacciones que se contabilizan más de una vez.^{59/} La demanda no ha estado a la altura de los títulos circulantes, por lo que ha aumentado mucho el porcentaje de descuento: a fines de 1987, la mayor parte de los préstamos latinoamericanos se transaban a 50% o menos de su valor nominal. (Véase el cuadro 7.)

Los descuentos han estimulado planes de conversión de la deuda en inversiones dentro del país deudor. Es característica la transacción de una empresa transnacional, que adquiere un préstamo con descuento en el mercado

Cuadro 7

**VALOR DE MERCADO DE LOS PAGARES DE LA
DEUDA EXTERNA, POR PAISES**

(100 - valor nominal)

País	1985	1986			1987				
	Junio	Enero	Junio	Diciembre	Febrero	Marzo	Mayo	Agosto	Octubre
Argentina	60-65	62-66	63-67	62-66	62-65	63	58	43	35
Bolivia	...	...	7	...	...	55-10	11-13	14	8
Brasil	75-81	75-81	73-76	74-77	73-75	69	62	40	40
Costa Rica	...	...	...	40	...	45	...	...	21
Chile	65-69	65-69	64-67	65-68	68	68	71-72	61	51
Colombia	81-83	82-84	80-82	90	...	...	...	...	74
Ecuador	65-70	68-71	63-66	63-65	...	62	50	36	30
México	80-82	69-73	55-59	54-57	56-58	58	58	50	50
Perú	45-50	25-30	17-23	16-19	16-19	...	14	12	5
Uruguay	...	...	64	...	...	...	...	67	63
Venezuela	81-83	80-82	75-78	72-74	72-74	72	72-75	63	50

Fuente: Eugenio Lahera, "La conversión de la deuda externa: antecedentes, evolución y perspectivas" CEPAL, Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del desarrollo", Santiago de Chile, CEPAL, Septiembre de 1987 y Salomon Brothers, "Internacional Loan Trading" *High Yield Department*, October 19, 1987.

secundario y luego lo convierte en moneda del país deudor a su valor de paridad, o al menos a un valor superior al registrado en el momento de la compra. Si los préstamos de un país determinado circulan con un 50% de descuento, las empresas podrían invertir un dólar en dicho país gastando incluso un mínimo de 50 centavos. Los bancos no sólo venden estos títulos sino que también los compran, por lo que podrían participar en las transacciones; sin embargo, su tendencia es a soslayar el mercado secundario y convertir directamente en capital sus propios préstamos, con lo que se evitan los altos costos del descuento.

Como se dijo antes, casi todos los países con grandes montos de deuda comercial han auspiciado oficialmente planes para la conversión de su deuda en capital. (Véase el cuadro 8.) Se ha estimado que hasta mediados de 1987 6 000 millones de dólares en deuda externa se han convertido a moneda nacional de países latinoamericanos.^{60/} Parte importante de esta cifra se ha transformado en inversiones en el capital social de empresas. Algunos recursos se han dirigido incluso a planes para proteger el medio ambiente del país deudor; son las operaciones llamadas de conversión de la deuda en fondos benéficos.^{61/}

El debate sobre la utilidad de la conversión de la deuda en capital ha sido muy animado. Bancos comerciales, bancos de inversión y gobiernos de países acreedores generalmente muestran mucho entusiasmo, considerando que trae beneficios a todas las partes. Los bancos reducen sus compromisos. Los bancos de inversión ganan comisiones muy atractivas sobre los negocios que organizan. Los gobiernos acreedores tienen menor acumulación de deudas en sus sistemas financieros. Los países deudores disminuyen su deuda externa, ahorran en los pagos de intereses y supuestamente reciben una inversión externa dinámica. Todo ello a su vez mejora su situación de solvencia y adelanta la fecha en que de nuevo podrían acceder a los mercados privados de crédito.

Es evidente que los países deudores ven también ciertas ventajas a la conversión de la deuda en capital; de lo contrario, no auspiciarían oficialmente programas en este sentido. Sin embargo, en ciertos círculos vinculados al desarrollo se han expresado preocupaciones acerca de dichos programas, por los efectos que pueden tener sobre el control monetario, el manejo del tipo de cambio, las tasas internas de interés, la estructura industrial del país, la balanza de pagos en el largo plazo y la soberanía nacional.^{62/}

En todo caso, lo que interesa aquí es la utilidad de los planes de conversión de la deuda en cuanto instrumento macroeconómico para financiar el crecimiento y la reestructuración en América Latina y el Caribe. En este aspecto, su contribución en un futuro inmediato no será decisiva. El problema radica en los límites que imponen al volumen absoluto ciertos factores tanto de oferta como de demanda.

Como ya se ha dicho, los préstamos de países en desarrollo que se transan en fases ascendentes en el mercado secundario se estiman en alrededor de 10 000 millones de dólares anuales. La cifra sin duda aumentará en los próximos años. Sin embargo, su incremento tendría que ser muy rápido y muy espectacular para liberar montos considerables de nuevo financiamiento. Un ejemplo: si se supusiera (exageradamente) que los 10 000 millones de dólares transados anualmente no han sido contabilizados más de una vez y que son en

**CARACTERÍSTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA
EN CAPITAL EN ALGUNOS PAISES**

	Argentina	Brasil	Costa Rica	Chile	Ecuador	Filipinas	México	Venezuela
ASPECTOS GENERALES								
Fecha de inicio del programa	Mayo 1987	Diciembre 1982 - junio 1984	Agosto 1986	Mayo 1985	Diciembre 1986	Agosto 1986	Abril 1986	Abril 1987
Tipo de deuda convertible	Pública	Pública Privada	Pública Privada	Pública Privada	Privada	Pública Privada	Pública	Pública Privada
	Capital	Capital	Capital	Capital	Capital	Capital e intereses	Capital	Capital
Usos aceptados para las finanzas en moneda del país	Inversión de deuda local	Inversión	Inversión	Inversión-Pago de deuda local-Otros	Inversión	Inversión	Inversión-Pago de deuda local	Inversión-Pago de deudas locales
Quiénes pueden operar con el programa	Bancos, Ets empresas	Bancos, Ets	Bancos, Ets, empresas y personas	Bancos, Ets, empresas, personas jurídicas y naturales. Nacionales en el Capítulo XVIII	Bancos, Ets, empresas, personas Nacionales y extranjeras	Bancos, Ets, empresas y personas Nacionales y extranjeras	Bancos, Ets, personas	Bancos, Ets empresas
Existencias de monto máximo del programa	US\$2 000 millones en 5 años	No	No	US\$2 000- US\$4 000	US\$1 346 millones	US\$6 000 millones	US\$1 600 millones	No
ASPECTOS OPERATIVOS								
Existencia de cupos temporales	Si	No	No	Si	No	No	Si	No
Posibilidades de blanquear capital	No	No	...	Si	Si	...	No	Si
Tipo de cambio utilizado	Cierre comprador. Banco Central	Oficial	Oficial	Dólar	Oficial	Oficial	Oficial	Bs. 143
Medio de pago Banco Central	Australes	Cruzados	Bonos	Pesos o bonos	...	...	Pesos	Bolívares o bonos
Precio de cambio	100%	100%	Hasta 70%	100%	100%	100%	70% - 100%	100%
CONDICIONES								
Existencia de sectores prioritarios de inversión	Si	No	Si	No	No	Si	Si	Si
Posibilidad de comprar activos existentes	No	Si	Si	Si	No	Si	Si	Si
Aplicabilidad de las normas de inversión extranjera	Si	Si	...	No	Si	...	No	Si
Necesidad de tener fondos adicionales	Si	No	No	No	No	Limitada	No	No
Condiciones especiales de remisión de utilidades	No por 4 años	Sin límites	Sin límites	No por 4 años	No por 4 años	Sin restricciones en sectores prioritarios. No por 4 años en los demás	Por 3 años debe ser inferior a	No más de 10% por 3 años
Condiciones de repatriación del capital	No por 10 años	No puede ser período inferior a la deuda original	No puede ser período inferior a la deuda original	No por 10 años	No por 12 años	No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prioritarios	No por 12 años	No por 3 años. Los 8 subsiguientes norma de 12,5%
Posibilidad de operar en el mercado accionario	No	No	No	Si	No	Si	No	Si

Fuente: Eugenio Lahera, *La conversión de la deuda externa: antecedentes, evolución y perspectivas*, Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del desarrollo", CEPAL, septiembre de 1987.

su totalidad deuda latinoamericana y caribeña convertida, este hecho por sí solo no aportaría nuevo financiamiento neto, por cuanto la región actualmente no está amortizando sus obligaciones.^{63/} Desde el punto de vista del flujo de fondos, el ahorro sólo corresponde a pagos inferiores por concepto de intereses.^{64/} Si la tasa de interés fuera del 10%, la eliminación de esa cantidad de deuda disminuiría dichos pagos en mil millones de dólares, cifra que corresponde a menos de una vigésima parte de las necesidades anuales estimadas de financiamiento para la región.^{65/} Los resultados pueden ser más significativos para países determinados, puesto que la mayor parte de las operaciones de conversión se concentra en unos pocos de ellos.

Además, los préstamos disponibles para conversión sólo pueden tener un aumento gradual. Por una parte, las reservas de los bancos para cubrir pérdidas por préstamos en los países deudores son considerablemente inferiores a los descuentos en los mercados secundarios,^{66/} por lo que estas instituciones no se encuentran financieramente en condiciones de deshacerse más que de una pequeña proporción de sus carteras de préstamos.^{67/} Por otra parte, las oportunidades de inversión no son fáciles de identificar, sobre todo tratándose de países de bajo desarrollo económico y de precaria solvencia externa. También es posible que los bancos se resistan a una gran liquidación de sus préstamos problemáticos, pensando que, mientras más tiempo los mantengan, mayores serán las posibilidades de que los costos sean compartidos por los contribuyentes.^{68/} Más aún, la capacidad del país para absorber conversiones de deuda a capital tiene anualmente ciertos límites, aunque más no sea por aspectos técnicos de control monetario, estabilidad del tipo de cambio y otros. Chile, cuyo programa de conversiones es sin duda el más liberal de la región, ha logrado retirar 2 600 millones de dólares de deuda en alrededor de treinta meses. A una tasa de interés del 10%, el ahorro asciende a 260 millones de dólares, y se neutraliza en parte por una corriente futura de remesas de utilidades. Si bien la cifra es importante, resulta de mucho menos significación al considerar que los pagos anuales a los bancos por concepto de intereses ascienden a alrededor de 1 400 millones de dólares (siempre suponiendo un interés del 10%). Además, si un país prefiriera tener un papel más activo en la orientación de las inversiones hacia determinados sectores, los efectos relativos del programa de conversión serían proporcionalmente menores en el corto plazo.

En síntesis, hay muchos argumentos a favor y en contra de la conversión de la deuda en capital. No obstante, esta posibilidad de la lista de opciones debe considerarse básicamente como un mecanismo de fomento de la nueva inversión extranjera. Su aporte macroeconómico al financiamiento de la balanza de pagos es ciertamente una de sus dimensiones de menor importancia. Tal como lo indicó la reciente investigación del Grupo de los Treinta, las limitaciones inherentes al mercado de la conversión de deuda en capital implican que es improbable que dicho mercado adquiera un tamaño suficiente como para reemplazar otras fuentes de financiamiento. A medida que el mercado crece, además, es posible que aumenten en forma todavía más rápida los efectos negativos potenciales del proceso, según señaló ese mismo Grupo.^{69/}

c) La conversión de la deuda en valores

Tras un entusiasta comienzo, la mayoría de los banqueros ahora reconocen que la conversión de la deuda en capital no es, como antes pensaron, la panacea para la crisis de la deuda. Junto con volverse más realistas las expectativas respecto de dicha conversión, un nuevo instrumento se ha planteado como la gran solución de mercado para la crisis: la conversión de la deuda en valores. Como es natural, éste ocupa también un lugar destacado en la lista de opciones del mercado.

En los países deudores existe, por lo demás, un interés manifiesto por la conversión de la deuda en valores. A principios de 1987, Argentina ofreció a algunos de sus acreedores bonos de salida como sustituto de su participación en programas de renegociación y obtención de nuevos recursos. Por su parte, más avanzado el año, Brasil proponía que una parte considerable de su deuda externa se convirtiera en bonos.^{70/} También ésta fue la base de una innovadora conversión de la deuda en valores anunciada por México a fines de 1987. Los valores estarían garantizados por bonos sin intereses (de cupón cero) de la Tesorería de los Estados Unidos.

La ventaja que tiene para los deudores la conversión en valores es que sus obligaciones podrían transformarse en un nuevo instrumento que: i) no requeriría renegociaciones anuales, y ii) tendría una tasa de interés fija y predecible. En cuanto a los acreedores, recibirían un instrumento que les permitiría eliminar de su balance los préstamos problemáticos; además, los valores pueden ser más negociables que un préstamo.^{71/} Asimismo, los valores pueden alcanzar prioridad sobre la deuda anterior en cuanto a su acceso al flujo de fondos de un deudor. Con ello se han suscitado expectativas de que los bonos podrían ser un instrumento efectivo para que los deudores logren obtener nuevos recursos.^{72/}

Es indudablemente provechoso explorar las posibilidades de convertir en valores el financiamiento y la deuda de los países de menor desarrollo. De hecho, los bonos han sido tradicionalmente la fuente principal de financiamiento externo del desarrollo; en este sentido, fue un fenómeno nuevo la gran expansión bancaria hacia la periferia durante el decenio de 1970. Además, en los últimos años el crecimiento del crédito internacional se ha concentrado en los mercados de bonos. (Véase el cuadro 9.) Sin embargo, un examen más acucioso permite advertir que existen serias limitaciones para la captación de grandes sumas de financiamiento voluntario para América Latina y el Caribe mediante este instrumento.

i) Bonos por concepto de nuevos recursos. Como se indica en el cuadro 9, el mercado de bonos internacionales es tan grande como el mercado de préstamos bancarios. Si el mercado de bonos pudiera aprovecharse para satisfacer las necesidades de nuevos recursos, la región diversificaría sus acreedores, con lo que las severas restricciones del mercado bancario desorganizarían menos el proceso de reestructuración económica. El hecho de que los bonos por concepto de nuevos recursos puedan disfrutar de prioridad sobre los préstamos anteriores ofrece también atractivos potenciales para los acreedores, porque los portadores de bonos, presumiblemente, tendrían acceso en primer lugar a las divisas disponibles para servir la deuda externa de la región. Por ejemplo, supóngase una tasa de interés de 10% sobre la deuda

externa de un país, y un refinanciamiento a tres años de la mitad de los pagos de intereses venideros mediante nuevas emisiones de bonos; en tal caso, el monto de las nuevas obligaciones prioritarias sólo sería ligeramente superior al 15% de la obligación pendiente original. Por tanto, es posible que los presuntos acreedores consideraran esa emisión como una transacción segura.

Cuadro 9

MERCADOS INTERNACIONALES DE CREDITO, 1981-1986

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<u>Total crédito internacional</u>	<u>197</u>	<u>154</u>	<u>143</u>	<u>173</u>	<u>230</u>	<u>316</u>
Préstamos netos de bancos internacionales	165	95	85	90	105	160
Financiamiento neto de bonos internacionales	32	59	58	83	125	156

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, Fifty Seventh Annual Report, Basilea, junio de 1987, p. 94.

Sin embargo, los mercados de bonos no son de fácil acceso para América Latina y el Caribe, porque el grueso de las transacciones en dichos mercados se efectúa con prestatarios de máxima solvencia.^{73/} Incluso a fines de la década de 1970, cuando la imagen de solvencia de los países en desarrollo estaba en su punto más alto, y, por ende, éstos tenían facilísimo acceso a los mercados de crédito privados, no había buena acogida para ellos entre los tenedores de bonos. Como puede observarse en el cuadro 10, en épocas más auspiciosas esos mercados encauzaban la mayoría de sus recursos a los prestatarios de primera clase de los países de la OCDE: las zonas en desarrollo jamás captaban más de una sexta parte del total de las transacciones internacionales. Es evidente que la mayor parte de los países de América Latina y del Caribe es ahora incapaz de servir el monto de la deuda existente, lo que genera descuentos considerables sobre los préstamos que se negocian. En esas circunstancias, poner en circulación bonos para contraer nuevas deudas sin ningún tipo de garantía externa, es tarea difícilísima, aunque se les otorgue prioridad frente a los antiguos acreedores. Los adquirentes habituales de bonos, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, de hecho han soslayado la crisis de la deuda de la región, y es difícil que en la actualidad entren en ese terreno, a riesgo de poner en entredicho su prestigiada solvencia.^{74/} Además, después del colapso bursátil mundial de octubre de 1987, se registró en los mercados de bonos un espectacular desplazamiento hacia las emisiones de mayor calidad,^{75/} lo que aleja aún más a América Latina y el Caribe de este tipo de acreedor.

Cuadro 10

EMISION DE BONOS EXTRANJEROS E INTERNACIONALES, 1976-1980

	1976	1977	1978	1979	1980
<u>Total</u>	<u>34.3</u>	<u>36.1</u>	<u>37.4</u>	<u>37.8</u>	<u>38.3</u>
Países industrializados	23.1	22.8	22.6	24.6	26.3
Países en desarrollo	2.3	4.8	6.1	4.0	2.9
Otros	8.9	8.5	8.7	9.2	9.1

Fuente: Cálculos realizados a partir de datos que figuran en Banco Mundial, Borrowing in International Capital Markets, Washington, D.C., octubre de 1979 y mayo de 1980.

Sí existe, por cierto, en Estados Unidos, un mercado de bonos especulativos (junk bonds), por 47 000 millones de dólares, cuya especialidad es la concesión de créditos a prestatarios de alto riesgo.^{76/} Sin embargo, no existe aún ese tipo de mercado en el plano internacional, y menos aún para prestatarios que sean entidades soberanas.^{77/} Hay formidables obstáculos que impiden el ingreso en gran escala a dicho mercado. Los adquirentes de los bonos especulativos están acostumbrados a evaluar los riesgos del sector empresarial en el mercado conocido de su país. Asimismo, en la práctica prestan contra activos embargables, lo que les significa tener una participación cuasiinversionista en la entidad prestataria. Obtener fondos para entidades soberanas con problemas de pago en la lejana América Latina y en el Caribe sería empresa peregrina incluso para los más audaces inversionistas en ese tipo de bonos. Por otra parte, el colapso bursátil mundial ha paralizado casi por completo el mercado de bonos especulativos.^{78/} Si éste resurge, comenzará por preferir las emisiones del sector empresarial en el mercado estadounidense, y no las de países en desarrollo soberanos, extranjeros y agobiados por la crisis de la deuda.

Aparte de lo anterior, las emisiones de bonos especulativos resultan muy caras para el prestatario. Sus tasas de interés son de al menos 25% para las empresas prestatarias en apuros,^{79/} y su plazo máximo de vencimiento es de cinco a diez años; en consecuencia las emisiones de tales bonos de hecho podrían empeorar, y no aliviar, la situación de la deuda de la región.

Otra posibilidad es que los propios bancos acreedores pudieran servir de mercado a las emisiones de valores. Con ello, sin embargo, se plantearía nuevamente el problema original del Plan Baker, que consistía en exigir por la fuerza nuevos recursos a bancos privados que deseaban retirarse de la región. Además, para la mayoría de los Estados prestatarios latinoamericanos y del Caribe, cualquier emisión general estaría sujeta a descuentos inmediatos y, por tanto, a una negociabilidad limitada. Con pocas posibilidades de negociar las nuevas emisiones, es evidente que los bancos participantes seguirían expuestos a nuevas demandas de recursos de parte de prestatarios en apuros.^{80/}

Con ello se reduce efectivamente el atractivo de cualquier prioridad potencial obtenida mediante la adquisición de un bono.

También se han examinado ciertas innovaciones que podrían permitir la entrada de los países en desarrollo en los mercados de bonos, de los cuales hasta ahora están excluidos. Uno de los instrumentos considerados es el de los bonos indizados, que ajustan los flujos de pagos a un índice general de precios o a las fluctuaciones del precio de un producto básico determinado. Tales ideas no han sido de fácil aceptación en los mercados de capital, y siguen considerándose más bien peregrinas. Por otra parte, al experimentar con nuevos instrumentos, los mercados de capital privado prefieren siempre los prestatarios de mayor prestigio en los mercados crediticios.81/

En suma, para que la región logre efectivamente emitir valores que le permitan obtener los nuevos recursos que necesita, es probable que éstos deban corresponder a transacciones determinadas y estar garantizados por cuentas de depósito en garantía o por activos fiscales embargables como las reservas de oro. Tales técnicas de financiamiento tienen, sin embargo, límites prácticos y políticos. A falta de algún tipo de aval externo, entonces, la potencialidad para captar nuevos recursos voluntarios mediante la emisión de valores será muy escasa mientras dure la crisis de la deuda.82/

ii) Conversión de la deuda antigua en valores. Los problemas que presenta la conversión de la deuda antigua en valores se pueden apreciar en parte considerando las experiencias de Argentina y Brasil. A comienzos de 1987, como parte de la cuarta ronda de reprogramación, Argentina ofreció a los bancos un bono de salida con vencimiento a 25 años y una tasa de interés de 3%. El bono, dirigido a los bancos que deseaban retirarse completamente de las múltiples reprogramaciones y sustraerse a las solicitudes de nuevos recursos, prácticamente no tuvo aceptación. Por su parte, más avanzado el año, Brasil propuso convertir aproximadamente la mitad de su deuda a mediano plazo en bonos a largo plazo con interés fijo. Los acreedores reaccionaron ásperamente ante la propuesta, calificándola como nacida muerta.83/

Para un banco, la conversión voluntaria en valores de una gran partida de préstamos inseguros puede crear más problemas que oportunidades. La conversión de un préstamo en un valor no da seguridad a una obligación insegura. Es más, dado que la deuda antigua está sujeta a cláusulas pari passu y de obligación negativa que exigen un trato igual entre los bancos, la obligación convertida en valor no disfruta de prioridad, y estaría sujeta también a grandes descuentos. Y, como es natural, la aparición de descuentos obliga a los bancos a enfrentar un "hecho contable" que podría inducir a las autoridades fiscalizadoras de la banca a cuestionar el valor de los préstamos restantes mantenidos en los libros a su valor de paridad.84/ En efecto, mientras los descuentos sobre los valores latinoamericanos y del Caribe excedan considerablemente las reservas bancarias para posibles pérdidas por préstamos, habrá límites prácticos para la negociación voluntaria de grandes partidas de la deuda, ya sea en la forma de valores o de créditos.85/ Dichos límites son aún más estrechos si los países deudores exigen una tasa de interés y plazos inferiores a los del mercado para la deuda convertida en valores; eso equivaldría no sólo a que los bancos admitieran sin tapujos que existe una cuenta incobrable, sino que constituiría además la condonación de la deuda, precedente que los bancos rara vez aceptan en forma voluntaria. Como si todo

esto fuera poco, la conversión en valores también presenta problemas de aprovechamiento indebido (free-riding): los acreedores saben que cualquier banco no participante en la conversión podría obtener utilidades inesperadas si la disminución de la carga de la deuda elevara el valor de los préstamos no convertidos en valores.

El mercado de la deuda convertida en valores también se ve limitado, curiosamente, porque los descuentos sobre las obligaciones latinoamericanas y caribeñas tal vez no tengan aún una magnitud suficiente. Los inversionistas, especialmente cuando es difícil evaluar la calidad de la garantía, evalúan el riesgo en la fase descendente examinando las valoraciones de mercado durante períodos previos de restricción económica. Durante la Gran Depresión los préstamos de Estados soberanos cayeron a valores de hasta 10-15% de la paridad, los que todavía siguen siendo muy inferiores a las cotizaciones en los mercados secundarios contemporáneos.^{86/} Estos riesgos en la fase descendente restringen la demanda de la deuda de la región. En condiciones normales de mercado la poca demanda provocaría la caída de los precios, lo que podría crear un mercado para las obligaciones latinoamericanas y caribeñas convertidas en valores; sin embargo, en los mercados bancarios este proceso se ve retardado por el hecho de que las carteras de préstamos están aisladas artificialmente de las valoraciones del mercado hasta que se efectúa realmente una negociación.

También se ha debatido mucho la posibilidad de reagrupar los préstamos latinoamericanos y caribeños en bonos especulativos con alta rentabilidad, una vez que el descuento del mercado secundario sea suficiente como para atraer a inversionistas especulativos.^{87/} Si se supone que la mayoría de los préstamos bancarios latinoamericanos y del Caribe tiene una tasa de interés de 9 a 10%, el descuento debería ser del orden de 70% para generar la rentabilidad de 25% que suele considerarse como mínima para atraer a este tipo de inversionista.^{88/} Sin embargo, todos los problemas ya planteados relativos al mercado de bonos especulativos se presentan también tratándose de la deuda antigua; además, la conversión de la deuda en tales bonos ofrecería ganancias sólo potenciales para el deudor. La tasa de rendimiento de 25% para el inversionista sólo se obtendría si se paga la totalidad del interés sobre el préstamo original, es decir, si no hay condonación de la deuda. Las utilidades para el deudor sólo pueden concretarse en caso de ubicar a los esquivos portadores de dichos bonos y de obligarlos a renegociar las condiciones de endeudamiento. Además, dicha negociación podría tener como prerrequisito un incumplimiento, el que obligaría a los tenedores de bonos a darse a conocer y los dejaría dispuestos a reestructurar las condiciones de la obligación.^{89/}

En cuanto a los bonos de salida, la receptividad de la banca podría mejorar si las condiciones se orientaran a otorgarle al flujo de entradas un valor actual superior al valor en efectivo de la deuda en los mercados secundarios. Los bonos de salida están dirigidos a pequeños acreedores, a los que corresponde una reducidísima fracción de la deuda bancaria de América Latina y el Caribe. Por ende, es probable que el monto del financiamiento producido por los bonos de salida sea modesto, incluso aceptando la hipótesis optimista de que todos los pequeños acreedores los adquieran. Sin embargo, estos bonos pueden facilitar los acuerdos de reprogramación de la deuda al reducir el número de bancos acreedores cuyo consentimiento deba obtenerse.^{90/} Por otra parte, en vez de aceptar un rendimiento inferior al mercado, los

pequeños acreedores podrían aspirar a un rendimiento normal, aprovechando los préstamos otorgados por los grandes bancos y especialmente por organismos multilaterales. Si el banco prefiere reducir sus pérdidas y retirarse del mercado de la región, podría optar también por una conversión en efectivo en el mercado secundario y no por un bono de salida, aunque éste fuera potencialmente más rentable. Esto obedece a que lo primero es de rendimiento seguro, mientras que lo último, además de ser incierto, podría interpretarse como un precedente para la condonación de la deuda, que constituye un anatema para la mayoría de los bancos.

En suma, la conversión de la deuda en valores sólo puede ser un proceso muy gradual.^{91/} Por ahora no existe un mercado para dichos valores, y éste no puede crearse de la noche a la mañana. Es indudable que las transacciones iniciales ofrecerán utilidades atractivas para algunos corredores e inversionistas, lo que explica el profundo interés de los financistas en dicha conversión. Sin embargo, el volumen de recursos que puede movilizarse como respuesta voluntaria a la conversión de la deuda en valores promete ser muy inferior a las necesidades macroeconómicas de nuevo financiamiento en América Latina y el Caribe.

3. Conclusiones acerca de la lista de opciones del mercado

Considerado desde el punto de vista de las necesidades macroeconómicas para financiar el crecimiento y la reestructuración económica en América Latina y el Caribe, la lista de opciones del mercado es muy incompleta. En ella figuran ciertos "entremeses" apetitosos para los países deudores, pero faltan nada menos que los "platos principales".

El planteamiento de la lista se basa por cierto en el mercado, y en las respuestas voluntarias de cada acreedor. Sin embargo, dado el carácter procíclico que habitualmente tiene el financiamiento de mercado, es difícil que un volumen apreciable de capital fluya espontáneamente a América Latina y el Caribe mientras los posibles acreedores vean que existen descuentos sobre la deuda antigua.^{92/} En cuanto a los instrumentos nuevos y menos habituales para el ajuste de las carteras de inversión privada, sólo podrán tener una evolución paulatina. Cabe recordar que los mercados privados operan en los márgenes y que cada nuevo instrumento tiene por fuerza que comenzar de a poco.^{93/}

En suma, los mercados privados, librados a sus propios recursos, salen muy lentamente de una crisis. Por tanto, la lista de opciones del mercado sólo sirve para abordar los aspectos tangenciales de aquélla. Es evidente que no ataca el problema macroeconómico medular: cómo financiar en forma sostenida y predecible las reformas económicas y las nuevas inversiones que necesitarán América Latina y el Caribe para iniciar ahora mismo su crecimiento y recuperar su capacidad de servir deudas externas. Sólo una vez recuperada dicha capacidad comenzarán nuevamente los inversionistas privados habituales a colocar sumas apreciables de su capital en los países con problemas de deuda. Es indudable que el planteamiento de la lista es un mal sustituto para una iniciativa multilateral coherente, capaz de liquidar la deuda pendiente, la que está contribuyendo al círculo vicioso del estancamiento en la región.

III. LAS OPCIONES REALES PARA REDUCIR LA CARGA DE LA TRANSFERENCIA DE RECURSOS AL EXTERIOR

Casi no se discute que la solución de la crisis de América Latina y el Caribe exigirá reformas económicas en los países deudores y flujos adecuados de financiamiento para apoyar dicho esfuerzo.^{94/} De hecho, la mayoría de las economías latinoamericanas han experimentado ajustes espectaculares. Además, ha habido en la región una arrolladora disposición política a servir las deudas y a realizar reformas económicas para mejorar la competitividad de las economías en el plano internacional y volver más funcional al Estado en relación con la acumulación y la distribución equitativa del ingreso. Sólo ha faltado durante los últimos cinco años un entorno económico externo estable, lo que significa flujos predecibles y sostenidos de crédito a los países deudores.^{95/} Como carecen de financiamiento, los países han debido realizar una enorme transferencia de recursos al exterior, la que ha desestabilizado sus economías y ha restringido la inversión y el crecimiento. Tal proceso parece estar llegando al límite en lo político, y se impone la necesidad de tomar medidas correctivas.

1. La solución óptima: una iniciativa multilateral global

Desde el punto de vista de la eficiencia macroeconómica mundial, las políticas óptimas resultan bastante obvias. Por una parte, los deudores deben persistir en las reformas y en la reestructuración económica. Por otra, sin embargo, el proceso de ajuste debe ser más simétrico; es decir, los países acreedores deben corregir también los graves desequilibrios macroeconómicos en el norte. Un ajuste coordinado en el norte sentaría las bases para lograr: i) mayores tasas de crecimiento en la zona de la OCDE; ii) tasas de interés internacionales más normales, y iii) mayores precios para los productos básicos. El estímulo de un desempeño más dinámico de las economías de la OCDE aliviaría a su vez, en forma natural, las cargas de la deuda en América Latina y el Caribe, y contribuiría indirectamente a financiar la recuperación y la reestructuración de la región.

En efecto, no cabe duda que un entorno externo suficientemente favorable contribuiría a que muchos de los grandes países deudores pudieran salir de la crisis, y les daría a éstos los medios para efectuar reformas de manera relativamente autónoma, a través de los canales comerciales y financieros habituales. Con ello, en la región disminuiría el número de países deudores paralizados por la crisis, y éstos serían principalmente los deudores más pequeños. Se abriría de este modo la perspectiva de que la comunidad internacional respondiera en forma adecuada a los problemas de estos últimos

por la vía de los canales financieros multilaterales existentes. Cabe señalar, sin embargo, que a medida que el tiempo pase y no varien las condiciones externas, un mejoramiento de ese tipo sería cada vez más ineficiente para producir el efecto deseado.

Si no hay una reforma económica rápida y no se produce una renovación del crecimiento dinámico en los países de la OCDE, la carga de la deuda de la mayoría de las economías de la región será insoportable e impedirá el crecimiento y la reestructuración económica. En tales circunstancias, se torna inevitable que la deuda tenga alguna forma, directa o indirecta, de alivio generalizado concesionario (inferior a las condiciones del mercado). Son tantas las fórmulas propuestas desde el comienzo de la crisis que es prácticamente imposible sintetizarlas aquí.^{96/} Sin embargo, en el debate vigente desde 1982, se ha planteado reiteradamente la posibilidad de un servicio multilateral que permita convertir la deuda bancaria en bonos a largo plazo con tasas de interés fijas.^{97/} Este planteamiento, además, ha contado recientemente con algún apoyo en el Congreso de los Estados Unidos.^{98/}

El funcionamiento preciso del servicio para la conversión de la deuda difiere según de dónde provenga la propuesta que se examine. Sin embargo, en general la idea consiste en que un organismo multilateral, nuevo o ya existente, adquiera de los bancos privados la deuda latinoamericana y caribeña pendiente. La compra podría ser en efectivo con descuento; o en su defecto, la deuda podría canjearse por bonos emitidos por el organismo multilateral. En algunas propuestas el bono capta directamente el descuento de los bancos, mientras que en otras esto se hace en forma indirecta, canjeando los préstamos por bonos a su valor de paridad, pero con tasas de interés inferiores a las del mercado para estos últimos. Como es natural, los bancos registrarían la pérdida correspondiente en sus libros,^{99/} pero recibirían en compensación un valor tangible, en partida fuera del balance general, carente de riesgos en la fase descendente y tal vez negociable.^{100/} Además, la mayoría de las propuestas sobre el establecimiento de un servicio para la conversión de la deuda sugieren que las autoridades fiscalizadoras de los bancos del país de origen modifiquen las normas contables de manera de otorgar atractivo a las ventas de la deuda. Una forma de hacerlo sería, según un precedente de hace poco tiempo, permitir que los bancos amorticen sus pérdidas a muy largo plazo.^{101/}

Con respecto a los países deudores, el nuevo servicio multilateral aceptaría, a cambio de un programa de reestructuración económica coherente, organizado bilateralmente, traspasar el grueso del descuento realizado al adquirir la deuda. El servicio de la deuda de los países participantes podría reducirse en consecuencia a niveles más manejables.

Las propuestas para financiar el nuevo servicio son varias. Algunas sugieren que los gobiernos acreedores suscriban su base de capital en proporción a su participación actual en el Banco Mundial y el FMI. Otras proponen que los principales países superavitarios aporten el capital, que en su mayor parte no estaría pagado, sino que sería exigible. Una de las propuestas más recientes, proveniente del Congreso de los Estados Unidos, sugiere movilizar los 40 000 millones de dólares de reservas inactivas de oro del FMI a fin de establecer una base de capital destinada al nuevo servicio para la conversión de la deuda.^{102/}

La ventaja de tal servicio multilateral consistiría en poder convertir en valores una partida apreciable de la deuda en forma mucho más rápida que a través de los canales del mercado privado. Asimismo, podría ofrecer a los bancos un rendimiento garantizado y una forma organizada y predecible de amortizar sus pérdidas.^{103/} Los países deudores, por su parte, obtendrían beneficio inmediato del proceso de conversión, pues disminuiría la carga del servicio de la deuda. Es más, los pagos más reducidos se tornarían automáticamente funcionales para la reestructuración económica, ya que para tener derecho a la reducción se presumiría que el deudor se habría comprometido ex ante a un programa organizado de ajuste estructural.

Sin embargo, es difícil que el establecimiento de un servicio multilateral para la conversión de la deuda sea en sí mismo suficiente para dar un vuelco total a las economías de los deudores. Los países seguirían necesitando la entrada sostenida de nuevos flujos de capital para apoyar el crecimiento y la reestructuración económica. Estos tendrían que provenir en un comienzo de los organismos financieros multilaterales tradicionales como el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. La condicionalidad de esas organizaciones también debería volverse más flexible para que pudiera negociarse con éxito en los propios países en desarrollo.^{104/}

2. La solución subóptima: la lista de opciones de los deudores

a) Las malas perspectivas de concretar una iniciativa multilateral

Como lo señaló la CEPAL en su período ordinario de sesiones celebrado en Lima a comienzos de 1984, la crisis de la deuda es un problema de carácter público y sistémico.^{105/} Tiene su origen en la interacción compleja de políticas aplicadas por los bancos, los países latinoamericanos y del Caribe y los gobiernos de la OCDE durante la última década. Los efectos negativos de la crisis afectan a todos los interesados y perjudican gravemente las economías de deudores y acreedores.^{106/} Dada la tendencia de los mercados privados a un comportamiento procíclico, y a excederse en sus reacciones tanto en la fase ascendente como descendente de un ciclo económico,^{107/} hacer depender la solución de la crisis de las fuerzas del mercado puede ser una estrategia de alto costo social. Es bien sabido que, ante un problema público, el despliegue estratégico de bienes públicos puede minimizar las pérdidas en materia de producción y empleo y acelerar la solución. Además, una intervención pública eficaz puede asegurar que los inevitables costos de los errores cometidos se distribuyan equitativamente y se paguen en forma dinámica con el ingreso producto del crecimiento futuro. El Plan Marshall de la posguerra es un magnífico testimonio de los beneficios mutuos que emanan de una intervención multilateral coordinada en los mercados privados para estimular el crecimiento y la reestructuración.

En la crisis actual de la deuda los bienes públicos se emplearon con timidez; incluso cuando hicieron su aparición, en general se subordinaron al único propósito de facilitar el ajuste de las carteras financieras privadas. Desde hace poco se observan importantes progresos en el sentido del equilibrio

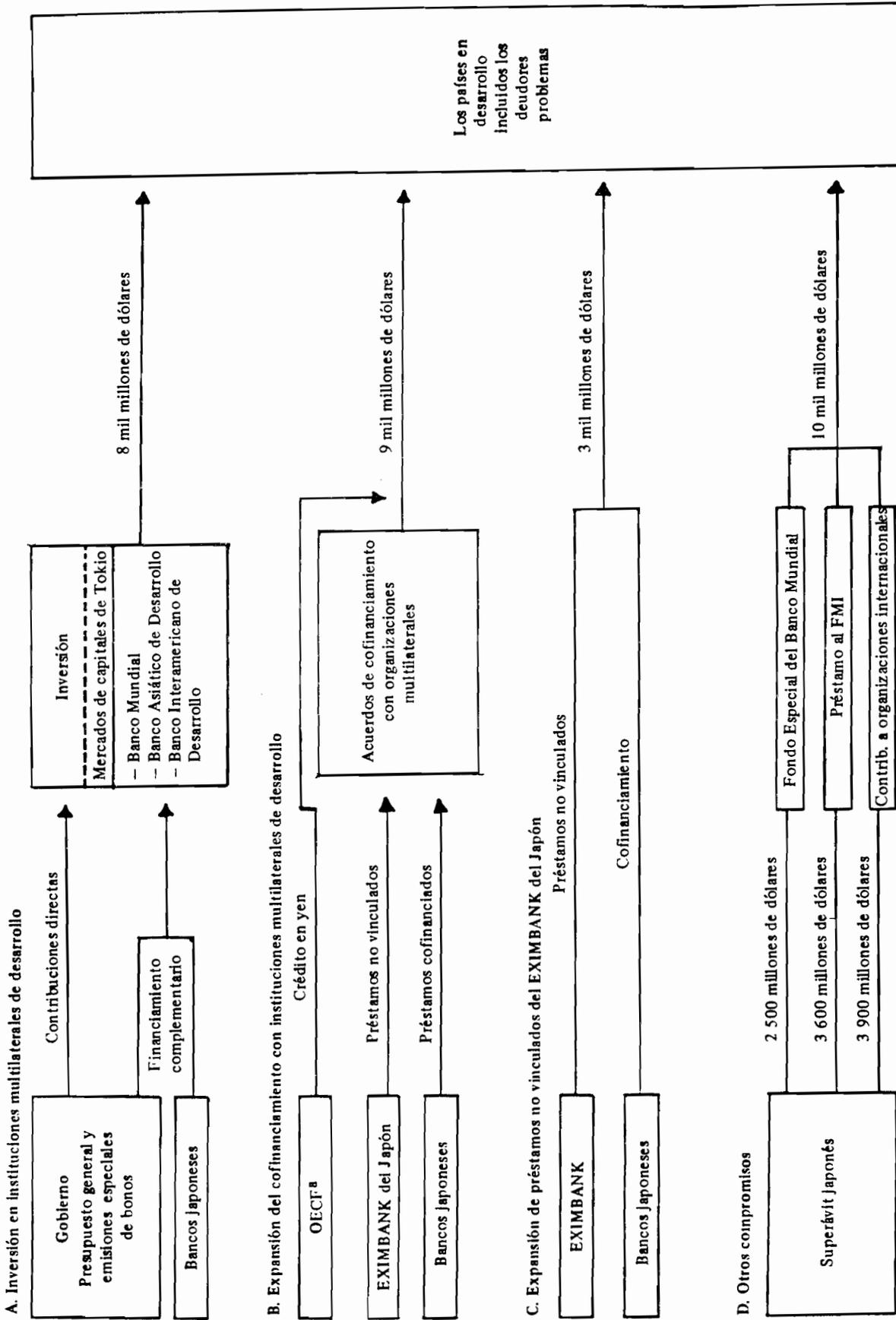
de la estrategia internacional de gestión de la deuda. Por ejemplo, los países acreedores reconocen ahora abiertamente que la crisis es de responsabilidad compartida y que el peso de la solución del problema debe repartirse equitativamente entre todos los interesados. La necesidad del crecimiento renovado en América Latina y el Caribe es ya un lugar común. Como se dijo, el FMI parece estar reexaminando la condicionalidad que impone; además, parece dispuesto a eliminar el vínculo existente entre sus programas de préstamos y el manejo de los balances de los bancos. Por otra parte, los gobiernos acreedores apoyan en la actualidad el aumento de capital del Banco Mundial, indiscutiblemente necesario. Asimismo, existe apoyo para el uso más generalizado de financiamiento de contingencia en los acuerdos de préstamos del FMI. Pese a que todos estos hechos son en sí mismos positivos, no alcanzan a configurar una iniciativa multilateral global para atacar decididamente el doble problema de la deuda pendiente y del insuficiente financiamiento para la reestructuración en América Latina y el Caribe. Es más: tampoco parece haber buenas perspectivas de que surja dentro de poco una iniciativa de esa índole.

Los países industriales del Norte tienen también sus propios desequilibrios económicos graves. El temario económico de la OCDE, en consecuencia, otorga prioridad a cuestiones relativas al valor del dólar, los excedentes japoneses y alemanes, el déficit estadounidense y otras semejantes. A juzgar por los comunicados de las últimas reuniones económicas del más alto nivel del Grupo de los Siete, la crisis de la deuda latinoamericana y del Caribe no es más que un problema secundario, abordado sin mayor conciencia de su gravedad.

Tampoco parece haber en lo político condiciones propicias para llevar a cabo grandes iniciativas internacionales. Entre los países industrializados, las iniciativas políticas de importancia en cuanto a la producción de bienes públicos internacionales solían provenir de los Estados Unidos. Sin embargo, ese país se encuentra económicamente debilitado por la magnitud de sus déficit fiscales y de balanza de pagos, que lo han llevado a ser el mayor deudor del mundo, y actualmente se ve obligado a replegarse hacia la austeridad. De hecho, la decisión reciente del gobierno de apoyar un modesto incremento en el capital del Banco Mundial pondrá a dura prueba la buena voluntad del Congreso, preocupado ahora de reducir el déficit. Grandes iniciativas, como la de un nuevo servicio multilateral para la conversión de la deuda, que implica el apoyo a fuertes incrementos en el financiamiento multilateral, parecen estar —al menos por el momento— fuera de la órbita de las realidades políticas de los Estados Unidos.

Por su parte, las economías superavitarias más poderosas del Norte no tienen costumbre de encabezar iniciativas multilaterales audaces. A pesar de ello, el Japón ha contraído el interesante compromiso de reciclar a los países en desarrollo 30 000 millones de dólares de su superávit durante los tres próximos años. (Véase el cuadro 11.) No queda en claro, sin embargo, cuál será el monto de dichos recursos que se canalizará a América Latina y el Caribe, ni cómo se distribuirán entre los países; tampoco cuándo habrá acceso a ellos, por cuanto parte importante de los mismos se canaliza indirectamente a los países en desarrollo por intermedio de los bancos internacionales de desarrollo y el FMI, que tardan en desembolsarlos. Por último, los bancos japoneses, protagonistas del proyecto de reciclaje, han demostrado

Cuadro 11
DISTRIBUCION ESTIMADA DE LOS 30 MIL MILLONES DE DOLARES DEL PROGRAMA JAPONES DE RECICLAJE
(Durante tres años)



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales
 aFondo de cooperación económica para países de ultramar (Overseas Economic Cooperation Fund).

públicamente su ambivalencia frente a un programa que los obligue a aumentar sus compromisos en países con problemas de deuda.108/

En suma, el panorama del acceso de América Latina y el Caribe a los canales habituales de financiamiento sigue siendo nebuloso. Frente a tales incertidumbres y a la necesidad política de reactivar sus economías, se hace indispensable para los países deudores idear nuevas opciones.

b) La lista de los deudores: su contenido

Los países deudores necesitan reducir, al menos en forma transitoria, la gran transferencia externa de recursos a los acreedores, a fin de suprimir los efectos perversos que ésta tiene sobre el control de la inflación interna y la movilización del ahorro para el crecimiento y la reestructuración económica. La comunidad internacional ha tardado en comprender los problemas de la región: es más, incluso ahora que las posiciones latinoamericanas y caribeñas se han legitimado finalmente en el Norte (por ejemplo, el Plan Baker reconoció que sólo en un entorno de crecimiento puede lograrse un ajuste sostenido), los recursos ofrecidos para respaldar la proposición han sido escasísimos. En vista de esta situación, y tras cinco años de crisis, los deudores, en la práctica, han ido elaborando progresivamente su propia lista de opciones para encarar la crisis. Algunas de las opciones que los deudores pueden considerar son las siguientes:

i) Selección de la lista del mercado. Por cierto que los países podrían elegir de la lista de los acreedores aquellas opciones acordes con sus intereses. Es indudable que algunos países deudores van a preferir actuar sólo dentro del marco establecido por los acreedores, reprogramando sus deudas, buscando nuevos préstamos no voluntarios (cuando sea factible), abriendo sus mercados internos para la conversión de la deuda en capital, negociando bonos de salida, etc. Otros países considerarán aceptables sólo algunas opciones de la lista de los acreedores, y no otras. Se explorarán, entonces, ciertas opciones ajenas al mercado.

ii) Moratoria total de las deudas a mediano plazo. Ante las graves limitaciones de la lista de los acreedores, ciertos países deudores pueden verse obligados a optar unilateralmente por una moratoria de pagos a los bancos (y tal vez también a otros acreedores). Las moratorias tenderían a tener carácter conciliador, pues ningún país deudor ha mostrado jamás interés en repudiar su deuda. Algunas podrían ser muy pasajeras, sólo medios para ganar tiempo y fortalecer la posición negociadora que luego se presentará a los bancos (en forma bilateral o como grupo) al entablar negociaciones formales con ellos. A falta de alternativas aceptables, las moratorias podrían también ser de más largo plazo. Salvo en los casos más extremos, los pagos de la deuda a corto plazo no estarían incluidos en ellas.

iii) Limitaciones oficiales de los pagos (moratoria parcial). Los países podrían recurrir a una limitación unilateral del servicio de la deuda, fijando un determinado monto en relación con su capacidad de pago. Si el pago se limita a un porcentaje de las exportaciones, o a un porcentaje del producto interno bruto, obligaría en esencia a los acreedores a asumir posiciones similares a las de un inversionista en la economía de los países deudores.

Tales políticas podrían tener más aceptación por parte de los acreedores si se contara con algún tipo de garantía respecto al desempeño futuro del crecimiento del volumen de exportaciones, del producto interno bruto o de ambos. Otra manera de limitar el servicio de la deuda consistiría simplemente en establecer como meta una determinada tasa de crecimiento y asignar todo excedente de reservas en divisas al servicio de la deuda.

iv) Conversión de la deuda en bonos. Existe para el deudor la opción de convertir unilateralmente su deuda pendiente en bonos a largo plazo. Desde una posición de moratoria total o parcial, el deudor podría formular una oferta permanente de saldar los pagos atrasados con cada uno de los bancos mediante bonos a largo plazo. Para los bancos, la opción podría ser la de convertir la deuda a su valor de paridad con tasas de interés inferiores al mercado, o bien la de aceptar su equivalente financiero mediante un descuento y una tasa de interés comercial. Los países podrían asimismo mejorar la oferta a los bancos subordinando unilateralmente la deuda antigua a precio comercial a los valores a largo plazo recién emitidos. Además, los bonos podrían llevar una "cláusula de modificación parcial" que posibilite mejores condiciones de amortización de los mismos en caso de mejorar algunos indicadores objetivos no manipulables de la capacidad de pago (por ejemplo, la relación de intercambio).¹⁰⁹ También en este caso la cláusula de modificación parcial otorgaría a los acreedores el interés de un inversionista en la economía del país y podría crear la expectativa de que los bonos tuvieran sólo pasajeramente un rendimiento inferior al del mercado.

v) Bonos por concepto de intereses. Los países deudores podrían emitir u ofrecer unilateralmente bonos por concepto del pago total o parcial de los intereses corrientes. Los instrumentos podrían integrar los programas locales de conversión de la deuda en capital.

vi) Capitalización general. Los países podrían capitalizar unilateralmente los pagos de intereses que excedan la tasa real normal de entre 1 y 2%. Para fines contables, podría aplicársele a los pagos capitalizados una tasa de interés comercial "sombra" o una inferior al mercado. El deudor podría dar mayor solidez a esta opción de capitalizar los intereses depositando su equivalente en moneda nacional en un fondo de garantía, contra el que los bancos podrían girar con el fin de hacer préstamos o inversiones de capital en el país deudor.

vii) Pagos en especie. Los países podrían sustituir los pagos en efectivo por bienes exportados cuya reventa podría ser negociada en el mercado internacional por cada banco.

viii) Coordinación con otros deudores. Los países podrían comunicarse entre sí e intercambiar información sobre las negociaciones con sus acreedores. También podrían contemplar la posibilidad de enfrentar al comité directivo de los bancos en una negociación conjunta, y no en forma individual. Podrían, asimismo, tener un planteamiento común respecto de las negociaciones con los gobiernos acreedores para buscarle una solución política a la crisis. No se ha hecho nunca el intento de realizar conjuntamente este tipo de negociaciones. Las diferencias entre las situaciones económicas y políticas de los diversos países deudores han entorpecido hasta ahora la cooperación; sin embargo, tales obstáculos podrían superarse con mayor facilidad una vez que

los objetivos de los países converjan hacia la necesidad de obtener condiciones de amortización inferiores al mercado para hacer más llevadera la deuda.

Evidentemente, hay además otras opciones que los deudores podrían explorar. Cada una de ellas tiene distintos beneficios y riesgos, por lo que cada país deudor hará una selección diferente. Algunos países que buscan alternativas a la lista de los acreedores podrían considerar la moratoria como la opción más segura y menos conflictiva. Podrían también combinar las opciones ajenas al mercado con ciertas medidas de precaución, y mantener al menos pequeños excedentes comerciales para servir las líneas de crédito a corto plazo, pagar a los bancos que acepten fórmulas no habituales de servicio de la deuda a mediano plazo contenidas en la lista de opciones de los deudores, y evitar una excesiva salida de reservas en divisas. Podrían asimismo minimizar el riesgo de sanciones proyectando una imagen conciliadora, continuando al menos en parte con el servicio de la deuda, aunque sólo sea con pagos esporádicos, y cerciorándose de que las opciones de pago no habituales van en apoyo de un programa económico visiblemente coherente que fomente la inversión, el crecimiento y una mejor capacidad de pago. Por último, esos países podrían contratar asesoramiento jurídico en Nueva York y Londres, a fin de interpretar la reglamentación contable y bancaria vigente en el hemisferio norte, y encarar las demandas judiciales en caso de que el problema del servicio de la deuda pretenda ser llevado a los tribunales.

c) Crecimiento y recuperación

La lista de los deudores de hecho refleja acontecimientos que realmente ocurren en la actualidad en la región. Sólo unos pocos países latinoamericanos obran exclusivamente conforme al planteamiento de la lista del mercado; la mayoría de ellos se halla en un estado de moratoria total o parcial respecto a su deuda bancaria. Algunos han establecido oficialmente una meta para limitar sus pagos a un porcentaje de las exportaciones o del producto interno bruto; uno de ellos (Perú) limitó de hecho sus pagos de la deuda pública a mediano y largo plazo al 10% de sus exportaciones, a contar de julio de 1985. A fines de 1987, el cuadro del servicio de la deuda presenta ciertas similitudes con la situación de la región ante sus acreedores durante el decenio de 1930. Sin embargo, hay también una gran diferencia: la estrategia internacional de gestión de la deuda ha permitido a los bancos ganar tiempo para fortalecer sus carteras de préstamos, de modo que las irregularidades en los pagos latinoamericanos y del Caribe difícilmente puedan crear un caos en el mercado financiero mundial.

Para los países latinoamericanos y caribeños, el recurso a la lista de los deudores ha contribuido en forma importante a reducir progresivamente la transferencia de recursos al exterior. No obstante, la experiencia demuestra que dicha lista, a través de la moratoria o de otra de sus opciones, no garantiza por sí misma un crecimiento sostenido en los países deudores. Para que una transferencia menor estimule el crecimiento, debe formar parte de una política económica coherente y duradera que administre los recursos y los encauce hacia actividades que expandan el producto y el empleo con una merma mínima de las reservas en divisas.

No cabe hacerse ilusiones: el dilema que encaran la región y sus acreedores es de grandes proporciones. Hoy la mayoría de los gobiernos de América Latina y el Caribe concuerdan en gran medida con los acreedores respecto de la necesidad de reestructurar sus economías para alcanzar, entre otros objetivos, una competitividad internacional que les permita una inserción dinámica (y no dependiente) en la economía mundial, y un servicio normal de su deuda.¹¹⁰ Sin embargo, esta meta se vuelve más problemática en lo político y técnico cuando se cuenta con escasos canales habituales para el comercio y las finanzas.

Los países de la región han podido comprobar que su cooperación con la estrategia internacional de gestión de la deuda ha dado por resultado una grave y persistente escasez de recursos. Por su parte, a los efectos depresivos de la escasa actividad comercial mundial y los bajos precios de los productos básicos se suma un proteccionismo de toda índole en los países industrializados. Así, es posible que la lógica de las economías latinoamericanas y caribeñas más integradas y eficientes en el plano internacional entre en algún punto en conflicto con la lógica del persistente estrechamiento de los canales financieros y comerciales habituales.

Es cierto que muchas de las opciones ofrecidas por la lista de los deudores corren el riesgo de limitar aún más los canales habituales de integración con la economía mundial. Sin embargo, la grave escasez de financiamiento existente y el deterioro de las perspectivas económicas mundiales reducen progresivamente el costo de oportunidad de recurrir a dicha lista. A condición de utilizarse en forma sagaz, y como parte de un programa económico y político que considere la dureza y restricción del entorno externo como una variable importante de su política endógena, esta lista podría ser compatible con la estabilización de los precios y con mayores tasas de crecimiento sostenido. La gran interrogante consiste en saber si ese crecimiento debe necesariamente implicar un considerable sacrificio en términos de eficiencia, como sucedió en la experiencia latinoamericana en el período entre ambas guerras mundiales. Lamentablemente, ese podría ser precisamente el costo que tendría soslayar los efectos depresivos de la estrategia internacional de gestión de la deuda. Se trata de una estrategia subóptima para todos los interesados. Sin embargo, los acreedores deben atenerse a las consecuencias.

Notas

1/ Para una reseña histórica de los frecuentes períodos de prosperidad repentina y de quiebres en la historia financiera, véanse CEPAL, El financiamiento externo de América Latina (E/CN.12/649/Rev.1), Nueva York, 1964. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 65.II.G.4; Charles Kindleberger, Manias, Panics and Crashes, Nueva York, Basic Books, Inc., 1978; y Charles Kindleberger, Keynesianism vs. Monetarism and other Essays in Financial History, Londres, George Allen and Unwin, 1985, pp. 190 a 205.

2/ Véase Charles Kindleberger, "The 1929 world depression in Latin America -from the outside", Latin America in the 1930s, Rosemary Thorp (comp.), Nueva York, St. Martin's Press, 1984, p. 323.

3/ El ex-Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, J. de Larosière, observó oficialmente que el problema de la deuda representaba una amenaza muy grave para el sistema mundial del comercio y las finanzas. Boletín del FMI, 9 de enero de 1984.

4/ Para un análisis detallado de los mecanismos utilizados para manejar la crisis, véase CEPAL, External Debt in Latin America, Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1985, pp. 57 a 86. Publicado en español bajo el título de Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina, serie Cuadernos de la CEPAL N° 48, diciembre de 1984.

5/ La cantidad de reprogramaciones supone una doble contabilización debido a las múltiples reestructuraciones del mismo capital. Para datos completos sobre las reprogramaciones latinoamericanas y del Caribe, véase CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, ediciones de 1983, 1984 y 1986.

6/ Véase Jeffrey Sachs, "LDC debt in the '80s: risk and reforms", Crisis in the Economic and Financial Structure, Paul Wachtel (comp.), Lexington, Mass., Lexington Books, 1982, pp. 197 a 244.

7/ Esto se debió en parte a que una reprogramación del interés (a diferencia del capital) podría inducir a las autoridades fiscalizadoras de bancos a que insistieran en una reducción del valor contable del préstamo. Véase E. Fred Bergsten, William Cline y John Williamson, Bank Lending to Developing Countries: The Policy Alternatives, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1985, p. 154.

8/ Por ejemplo, hasta 1970 las cuotas del FMI eran equivalentes a aproximadamente el 10% del valor anual del comercio mundial. Al declararse la crisis en 1982, las cuotas habían caído al equivalente de sólo el 4% del intercambio comercial. Véase William Cline, International Debt, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1984, p. 124.

9/ El problema del aprovechador (free-rider) se refiere al incentivo de un banco en particular para negar nuevos préstamos con la esperanza de que sus competidores expuestos a mayor riesgo proporcionen el financiamiento necesario para evitar el incumplimiento de los pagos.

10/ Véase, por ejemplo, Cline, op. cit., pp. 86 a 93, quien presenta las opiniones más difundidas relativas a los costos del incumplimiento de los pagos.

11/ Véase, por ejemplo, Cline, op. cit.

12/ En enero de 1984, el Presidente Osvaldo Hurtado, del Ecuador, con la ayuda de la CEPAL y el SELA, organizó una reunión gubernamental de alto nivel en Quito para tratar el problema de la deuda, en la que participaron 27 países. Dicha reunión produjo la Declaración de Quito y un Plan de acción regional, que se publicaron en la Revista de la CEPAL, N° 22 (E/CEPAL/G.1296), Santiago de Chile, abril de 1984. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.3.

13/ Philip Wellons, Passing the Buck, Boston, Harvard Business School Press, 1987, p. 253.

14/ Véase Gary Hector, "Third World debt: the bomb defused", Fortune, 18 de febrero de 1985, pp. 36 a 50.

15/ Ese éxito está bien ilustrado por los balances de los bancos estadounidenses: aun cuando los préstamos a América Latina y el Caribe representaban una quinta parte de los activos de los principales bancos estadounidenses, hasta 1976 los componentes no redituables de su cartera internacional jamás excedieron el 1% de sus activos totales. Estimaciones hechas a partir de los datos que figuran en Salomon Brothers, Review of Bank

Performance: 1987 Edition y U.S. Federal Financial Institutions Examination Council, Statistical Release (varios números). Wellons, *op. cit.*, p. 253, observa que durante la crisis de la deuda los países latinoamericanos y caribeños efectivamente se convirtieron en "luminosos centros de utilidades" para los bancos.

16/ El efecto de la reserva de fondos sobre el incentivo para prestar es derivado analíticamente en Jack Guttentag y Richard Herring, "Provisioning, charge offs and willingness to lend", junio de 1986.

17/ Véase Steven Kyle y Jeffrey Sachs, "Developing country debt and the market value of large commercial banks", Working Paper 1470, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., septiembre de 1984.

18/ Alfred Watkins, "To Lend or Not to Lend", Washington, D.C., septiembre de 1987, p. 14.

19/ Véase Richard Evans, "New debts for old - and the swapper is king", Eurromoney, septiembre de 1987, p. 72.

20/ La tendencia está ligeramente exagerada debido a las cancelaciones de la deuda en libros y a las conversiones. Asimismo, cabe señalar que algunos países, en un esfuerzo por mejorar su imagen de solvencia, no solicitaron nuevos préstamos no voluntarios durante el bienio 1984/1985.

21/ Véase Patricia Wertman, The Citicorp Initiative: A Brave New World for the Third World Debt Problem, Congressional Research Service, Report 87-750E, septiembre de 1987.

22/ Esta difundida cifra mínima se encuentra en Cline, *op. cit.* Un análisis de dicha cifra se encuentra en C. Massad, "La deuda: un panorama general", Revista de la Planificación del Desarrollo, N° 16, Nueva York, 1985. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.

23/ Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, octubre de 1987, p. 59.

24/ CEPAL, Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1986 (LC/G.1454), Santiago de Chile, 1986.

25/ Véase Institute of International Finance, "Restoring market access", Washington, D.C., junio de 1987, p. 10.

26/ Véase CEPAL, América Latina y el Caribe: acontecimientos recientes en la evolución de su economía (LC/L.422), Santiago de Chile, 1987, pp. 37 a 51.

27/ Véanse Institute of International Finance, *op. cit.*, p. 11, y John Reed, "New money in new ways", The International Economy, octubre/noviembre de 1987, p. 52.

28/ La preocupación de los bancos está expresada en Institute of International Finance, *op. cit.*, p. 7.

29/ Véase Grupo de los Veinticuatro, "The role of the IMF in adjustment with growth", Washington, D.C., marzo de 1987.

30/ Richard Ground, "Origen y magnitud del ajuste recesivo de América Latina", Revista de la CEPAL, N° 30 (LC/G.1441), Santiago de Chile, diciembre de 1986.

31/ Discurso pronunciado por M. Camdessus ante la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, 29 de septiembre de 1987, p. 11.

32/ Organización de los Estados Americanos, Despachos de la OEA, Washington, D.C., octubre de 1987, p. 8.

33/ Robin Broad, "How about a real solution to Third World debt", The New York Times, 28 de septiembre de 1987.

34/ Para la cautelosa respuesta de los países deudores, véase Consenso de Cartagena, "Declaración de Montevideo", Montevideo, Uruguay, diciembre de 1985, p. 2.

35/ Véase Patricia Wertman, op. cit., p. 1.

36/ Para detalles de la reglamentación, véase Karin Lissakers, "Bank regulation and international debt", Uncertain Future: Commercial Banks and the Third World. Richard Feinberg y Valeriana Kallab (comps.), Londres, Transaction Books, 1984. pp. 45 a 68.

37/ Véanse Peter Truell, "Brazil's proposed loan accord hindered by fighting with banks on margin, fees", Wall Street Journal, 5 de noviembre de 1987, y Peter Truell, "Brazil's finance chief is feeling heat at home amid talk he may resign", Wall Street Journal, 4 de noviembre de 1987.

38/ Véase Andrés Bianchi, Robert Devlin y Joseph Ramos, "Adjustment in Latin America, 1981-1986", Growth-Oriented Adjustment Programs, Vittorio Corbo y otros (comps.), Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, 1987, p. 207. Publicado en español en El Trimestre Económico, vol. LIV (4), N° 216, octubre-diciembre de 1987, pp. 855-911.

39/ Boletín del FMI, 26 de octubre de 1987, p. 291.

40/ Un análisis de esta cuestión se encuentra en Anatole Kaletsky, The Costs of Default, Nueva York, Priority Press Publications, 1985.

41/ Argentina constituye la excepción, ya que acumuló considerables cuotas atrasadas en 1984, las que fueron eliminadas en un arreglo ulterior con los bancos.

42/ Se excluyen del límite del 10% los pagos de la deuda en especie y el servicio de la deuda a corto plazo.

43/ Véase, por ejemplo, Bela Balassa y otros, Toward Renewed Economic Growth in Latin America, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1986, p. 176.

44/ Ya se ha mencionado que el conjunto de préstamos concedidos a México en 1986 se hizo efectivo después de amenazas de una moratoria unilateral en ese país. El nuevo conjunto de préstamos concedidos a la Argentina en 1987 se logró como resultado de arduas negociaciones en que existía en los círculos acreedores el temor de que el país siguiera a Brasil en la moratoria. Finalmente, los acuerdos provisionales a que se llegó a fines de 1987 para proporcionar nuevo financiamiento a Brasil y Ecuador tuvieron por finalidad eliminar los pagos de intereses en mora que se habían acumulado.

45/ "Statement by the Honorable James A. Baker, III, Secretary of the Treasury and Governor of the Bank and Fund for the United States, at the Joint Annual Discussion", Reuniones Anuales de 1987 de la Junta de Gobernadores del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., pp. 4 a 6.

46/ Véase Boletín del FMI, "Camdessus y Ruding comentan la estrategia frente a la deuda, el SAE y las cuotas", 26 de octubre de 1987, p. 290.

47/ "Statement by the Honorable James A. Baker, III, ...", op. cit.

48/ Ibid.

49/ Reed, op. cit.

50/ Para mayores detalles, véase Eugenio Lahera, La conversión de la deuda externa: antecedentes, evolución y perspectivas (LC/R.614), Proyecto PNUD/CEPAL "Financiamiento del Desarrollo", Santiago de Chile, CEPAL, septiembre de 1987.

51/ Charles Kindleberger, "The 1929 world depression ...", op. cit., p. 321, y Carlos Díaz-Alejandro, "The early 1980s in Latin America: the 1930s one more time?", documento presentado a la Reunión de Expertos sobre Crisis y

Desarrollo de América Latina y el Caribe, CEPAL, Santiago de Chile, mayo de 1985.

52/ Morgan Guaranty Trust Co., World Financial Markets, junio/julio de 1987, pp. 2 a 4.

53/ Ibid.

54/ Herve de Carmoy, "Debt and Growth in Latin America: A European Bankers Proposal", Instituto de Relaciones Europeo-Latinoamericanas, Working Paper N° 9, Madrid, 1987, p. 11.

55/ Barry Eichengreen, "Till debt do us part: the U.S. capital market and foreign lending; 1920-1955", Developing Country Debt, Jeffrey Sachs (comp.), Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, 1987.

56/ Barbara Stallings, Banker to the Third World, Berkeley, University of California Press, 1987, pp. 75 a 84.

57/ Desde 1982, los préstamos voluntarios de Colombia han tenido características de préstamos no voluntarios; es decir, la formación de consorcios bancarios a menudo se ha basado en gran medida en una distribución proporcional del riesgo existente entre los bancos.

58/ Kindleberger, "The 1929 world depression in Latin America ...", op. cit., p. 324.

59/ Lahera, op. cit. Un cálculo muestra que en 1986 había entre seis y ocho mil millones de dólares en el mercado secundario de la deuda latinoamericana y caribeña. Sin embargo, la cancelación efectiva de la deuda ascendió a sólo 1 500 millones de dólares. Véase John Whitelaw, "Estimates of Trading can be Deceptive", The American Banker, 25 de septiembre de 1987.

60/ Ibid., p. 14.

61/ La compra reciente de 650 millones de dólares de deuda boliviana por un precio de 100 mil dólares permitió a un grupo conservacionista financiar un programa de protección del suelo en la región de Beni. Véase Spencer Beebe y Peter Stroh, "Using debt to save nature", The New York Times, 28 de julio de 1987.

62/ Estos problemas se analizan con acierto en Lahera, op. cit. Véanse también Grupo de los Treinta, Finance for Developing Countries, Nueva York, 1987, y Ricardo Ffrench-Davis, "An interview with Ricardo Ffrench-Davis", CIC Reporter, N° 23, Nueva York, segundo trimestre de 1987.

63/ Aunque se amortice anticipadamente la deuda, no hay liquidación del pasivo externo. Este sólo adopta la nueva forma de una inversión directa.

64/ El ahorro, por supuesto, es temporal, dado que la inversión exigirá con el tiempo remesas de utilidades, probablemente a una tasa superior a la tasa de interés del préstamo original.

65/ Las estimaciones de las necesidades financieras se presentan en la documentación preparada para el vigesimosegundo periodo de sesiones de la CEPAL, que se realizará en Brasil.

66/ El Citibank, que ha establecido la norma respecto de las reservas para pérdidas relacionadas con préstamos en los Estados Unidos, ha constituido reservas que cubren el 25% de sus préstamos al Tercer Mundo. Como se mostró anteriormente, los descuentos son del orden del 50% o más. Ultimamente, algunos bancos regionales de los Estados Unidos han constituido reservas por alrededor del 60% de su cartera de préstamos. La situación no es la misma en Europa, donde las reservas por este concepto son considerablemente mayores; en algunos países alcanzan al 100% de la cartera de préstamos.

67/ Aun cuando un banco convierta directamente un préstamo en una inversión de participación en el capital social, no puede suponer que la contabilidad valorará la inversión a su valor de paridad.

68/ Los bancos saben que mientras más complicada sea la situación, y más prolongada la crisis, tanto mayor será la presión para obtener en forma directa o indirecta fondos públicos que los saquen de apuros. Por ello, hay un incentivo para diferir las pérdidas, con la intención de compartirlas más adelante con los contribuyentes. Véase Wellons, op. cit., p. 284.

69/ Grupo de los Treinta, op. cit.

70/ "Proposal with respect to certain Brazilian external debt held by commercial banks", 25 de septiembre de 1987. Se dijo que el Brasil había considerado la posibilidad de convertir el 50% de la deuda bancaria a mediano y largo plazo en bonos. Véase Ann Charters, "Brazil to seek new debt conversion", Financial Times, 4 de septiembre de 1987.

71/ Mahesh Kotecha, "Repackaging Third World Debt", Standard and Poor's International Credit Week, agosto de 1987, p. 9.

72/ Véase William Cline, Mobilizing Bank Lending to Debtor Countries, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987, pp. 13 a 20.

73/ Kotecha, op. cit.

74/ Ibid.

75/ Clare Pearson, "Eurodollar market treads a vertiginous path", Financial Times, 9 de noviembre de 1987.

76/ Richard Omohundro, Jr., "High yield sovereign bonds", Global Debt Strategies, Washington D.C., Banco Interamericano de Desarrollo, 1987, p. 49.

77/ Kotecha, op. cit.

78/ Louis Lowenstein, "Junking the junk bond market", The New York Times, 16 de noviembre de 1987.

79/ Steven Dizard, "Corporate precedents", Prospects for Securitization of Less Developed Country Loans, Salomon Brothers, Nueva York, junio de 1987.

80/ Si el bono fuera fácilmente comercializable, el portador de ese bono no sería fácilmente identificable para los efectos de solicitar más dinero para refinanciar los pagos de intereses.

81/ Donald Lessard y John Williamson, Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1985, p. 86. En 1977 México emitió bonos en pesos con rentabilidad vinculada al precio internacional del petróleo. Ibid., p. 83-84.

82/ Kotecha, op. cit.

83/ Stewart Fleming y Alexander Nicoll, "U.S. blocks Brazil's plan to convert bank debt to bonds", Financial Times, 9 de septiembre de 1987.

84/ Eric Berg, "Banks cool to Brazil debt for bond plan", The New York Times, 26 de septiembre de 1987.

85/ También se aplica en este caso el problema mencionado anteriormente acerca de que los bancos tienen incentivos para postergar el reconocimiento de sus pérdidas con la esperanza de que esas pérdidas puedan ser compartidas con los contribuyentes más adelante.

86/ Kotecha, op. cit.

87/ Véase Evans, op. cit.

88/ Dizard, op. cit. Nótese que los costos de oportunidad de los especuladores son elevados debido a que pueden recibir rendimientos de 20% sobre las inversiones en el mercado estadounidense respecto de las deudas de las sociedades en quiebra que se acogen al capítulo 11. Evans, op. cit., p. 79.

89/ Esto es exactamente lo que ocurrió en América Latina durante el período de pago de deuda comprendido entre la primera y la segunda guerra mundial.

90/ En realidad, la principal contribución de un bono de salida es sacar a los pequeños acreedores de las negociaciones de la deuda. Estos bancos más pequeños por lo general se han resistido a participar en la elaboración de conjuntos de medidas de reestructuración, lo que dificulta para el comité de dirección un acuerdo de reestructuración con el país deudor.

91/ Kenneth Telljohann, "Analytical framework", Prospects for Securitization of Less Developed Country Loans, Salomon Brothers, Nueva York, junio de 1987, p. 11.

92/ Los descuentos sobre la deuda antigua señalan a los posibles nuevos acreedores que no se está cumpliendo con lo estipulado en los contratos existentes. Esto crea expectativas de que el nuevo acreedor se arriesga finalmente a caer en una deuda de cobro dudoso. El nuevo acreedor participará solamente si existen garantías institucionales adecuadas que aislen a la nueva obligación de la deuda antigua, o si el acreedor tiene razón para desestimar el juicio colectivo del mercado acerca de la solvencia de los prestatarios.

93/ Telljohann, op. cit.

94/ Para un análisis de los problemas de ajuste durante el período 1981-1986, véase Bianchi, Devlin y Ramos, op. cit.

95/ Véase CEPAL, Restricciones al desarrollo sostenido en América Latina y el Caribe y requisitos para su superación (IC/G.1488(SES.22/3)), Santiago de Chile, enero de 1988.

96/ Para reseñas de las propuestas, véanse Martine Guerguil, "La crisis financiera internacional: diagnosis y prescripciones", Revista de la CEPAL, N° 24 (IC/G.1324), Santiago de Chile, diciembre de 1984; Stephany Griffith-Jones, "Proposals to manage the debt problem", Sussex University, Institute of Development Studies, 1985; C. Fred Bergsten y otros, op. cit.; y William Cline, Mobilizing Banks Lending, op. cit., apéndice B.

97/ En el debate contemporáneo las primeras propuestas fueron hechas por Peter Kenen y Richard Weinert. Kenen propuso la conversión con un descuento, mientras que Weinert propuso una conversión a la par con tasas de interés por debajo de las del mercado por considerar que esto extendería las pérdidas de los bancos en el tiempo. Véanse Peter Kenen, "A bailout for the banks", The New York Times, 6 de marzo de 1983, y Richard Weinert, "Banks and bankruptcy", Foreign Policy, N° 50, segundo trimestre de 1983, pp. 138 a 149. Recientemente Kenen ha actualizado y ampliado su propuesta. Véase Peter Kenen, "A proposal for reducing the debt burden of developing countries", Universidad de Princeton, Princeton, Nueva Jersey, marzo de 1987.

98/ Véase Patricia Wertman, "International Debt Problem: Congressional Proposals", Congressional Research Service, Washington, D.C., octubre de 1987.

99/ La pérdida podría considerarse un beneficio. Por una parte, los políticos podrían evitar acusaciones de sacar de apuros a los bancos. Por otra parte, aminora asimismo los problemas morales relacionados con el riesgo haciendo pagar a los bancos una multa por las malas decisiones adoptadas en materia de crédito durante los años setenta.

100/ A diferencia de los préstamos, la cartera de bonos de los bancos no tiene que estar respaldada por capital.

101/ A las sociedades de ahorro y préstamo que presentaban problemas en los Estados Unidos se les permitió que rebajaran el valor en libro de las pérdidas de los préstamos incobrables convertidos en valores durante un período de 40 años. Véase Evans, op. cit., p. 81.

102/ Véase John LaFalce, miembro de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, "Third World debt crisis: the urgent need to confront reality", Congressional Record, Washington, D.C., vol. 133, N° 34, 5 de marzo de 1987.

103/ El servicio de conversión de la deuda probablemente descontaría la deuda a una tasa inferior a la que se encuentra en el mercado secundario.

104/ Para un excelente análisis de los problemas de la condicionalidad, véase Grupo de los Veinticuatro, op. cit.

105/ CEPAL, Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina, serie Cuadernos de la CEPAL, N° 48, Santiago de Chile, 1984. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.18.

106/ A menudo se pasa por alto el hecho de que la crisis de la deuda ha tenido efectos muy negativos en el comportamiento de las exportaciones de los países acreedores, lo que, desde luego, significa pérdida de mercados y de empleos. Véase Joint Economic Committee, "Trade, Deficits, Foreign Debt and Sagging Growth", Congreso de los Estados Unidos, Washington, D.C., septiembre de 1987.

107/ Este comportamiento procíclico de los mercados financieros ha sido reconocido desde hace mucho. Véase por ejemplo, Sociedad de las Naciones, Estabilidad económica en el mundo de la postguerra, México, D.F., 1945.

108/ "Japanese banks wary of Miyazawa debt proposal", IMF Morning News, Washington, D.C., 22 de septiembre de 1987, y Michael Sesit, "Japan appears to be moving toward a bigger role in resolution of debt crisis", Wall Street Journal, 1 de octubre de 1987.

109/ El Gobierno de los Estados Unidos empleó cláusulas de modificación parcial en algunos de sus préstamos de posguerra. Por ejemplo, en 1945 el gobierno concedió al Reino Unido un préstamo de 4 000 millones de dólares que debía reembolsarse en un plazo de 50 años; en el convenio de préstamo se incluyó una cláusula de modificación parcial que permitía que el plan de reembolsos se ajustara a las condiciones económicas del prestatario. Véase G. Abbott, "The case for cancellation", Inter-Economics, N° 7, julio de 1975, pp. 217 a 221.

110/ Existe desacuerdo, sin embargo, sobre las maneras de alcanzar este objetivo. Para opiniones opuestas, véanse Bela Balassa y otros, op. cit., y CEPAL, El desarrollo de América Latina y el Caribe: escollos, requisitos y opciones (LC/G.1440-P), serie Cuadernos de la CEPAL, N° 55, Santiago de Chile, 1987. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.87.II.G.9.

