

# Revista de la CEPAL

*Director*  
RAUL PREBISCH

*Secretario Técnico*  
ADOLFO GURRIERI

*Secretaria Adjunta*  
ROSA NIELSEN



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1984

**SUMARIO**

La absorción productiva de la fuerza de trabajo: una polémica abierta. <i>Centro de Proyecciones Económicas de la CEPAL</i>	7
Metropolización y terciarización: malformaciones estructurales en el desarrollo latinoamericano. <i>Aníbal Pinto</i>	17
Pobreza y subempleo en América Latina. <i>Alberto Couriel</i>	39
Urbanización y mercado de trabajo. <i>Joseph Ramos</i>	63
Las transformaciones sectoriales del empleo en América Latina. <i>Rubén Kaztman</i>	83
Transformación ocupacional y crisis. <i>Norberto García y Víctor Tokman</i>	103
Uso social del excedente, acumulación, distribución y empleo. <i>Armando Di Filippo</i>	117
El escenario internacional y la deuda externa de América Latina. <i>Luciano Tomassini</i>	137
La crisis financiera internacional: diagnóstico y prescripciones. <i>Martine Guerguil</i>	149
Comentarios de libros	
Jorge Daly: <i>The political economy of devaluation: the case of Perú 1975-1978</i> (Robert Devlin)	175
<i>Autoafirmación colectiva: una estrategia alternativa de desarrollo.</i> Selección de Enrique Oteiza (Marshall Wolfe)	177
Lista de publicaciones de la CEPAL	179

## La crisis financiera internacional: diagnóstico y prescripciones

*Martine Guerguil\**

El público en general, y a menudo los mismos economistas, se sienten confundidos por la amplia variedad de propuestas encaminadas a solucionar la crisis financiera internacional surgidas en los medios académicos y políticos. La utilidad de este artículo radica tanto en la descripción ordenada de las propuestas más importantes como en la evaluación de sus aspectos positivos y negativos.

Dichas propuestas se dividen en dos tipos genéricos. Por un lado, aquellas que suponen que las dificultades de pago de los países deudores son expresión de una situación coyuntural y transitoria que será superada cuando se recupere la economía mundial. En estas circunstancias, lo que debe hacerse es ampliar y perfeccionar los mecanismos existentes para que los países deudores aumenten temporalmente su capacidad de servicio de la deuda externa, tales como el aumento de los recursos de las fuentes de financiamiento internacionales, el mejoramiento de los mecanismos de alivio temporal y la reorientación del criterio de condicionalidad de FMI. Por otro, las que sostienen que aquellas dificultades derivan de un manejo muy inapropiado del crédito internacional y, por lo tanto, debería idearse un sistema que evitara que se repitieran los errores del pasado, restructurara el lastre deudor y redistribuyera de manera equitativa los costos del reajuste entre las partes comprometidas. Estas propuestas sugieren distintas formas de conversión de la deuda pendiente, ya sea parcial o total y a través de mecanismos de mercado, de una gestión pública multilateral o de una acción unilateral.

La autora concluye que los bancos y países acreedores obtienen suficientes beneficios de la situación actual, por lo que no debía esperarse que deseen cambiarla; por lo tanto, cualquier intento de colocar sobre nuevas bases la cuestión del endeudamiento externo dependerá principalmente del poder negociador que puedan acumular y ejercer los países deudores.

\*Funcionaria de la División de Desarrollo Económico. La autora agradece las útiles observaciones de Enrique de la Piedra, Robert Devlin y Joseph Ramos.

## Introducción

Desde que estalló, a mediados de 1982, la crisis financiera internacional ha adquirido dimensiones extraordinarias. Cuando afloró en México en agosto del mismo año, provocó tal temor en los círculos bancarios que sus efectos negativos se esparcieron como mancha de aceite al resto del mercado, causando un súbito deterioro en las condiciones de crédito. Fue así como se debilitó aún más la capacidad de servicio de los demás prestatarios, ya deteriorada por la difícil situación de la economía mundial. Apenas en un año subieron a más de veinte los países no industriales interesados en renegociar su deuda externa, la que equivalía en conjunto a más de la mitad de la cartera de préstamos otorgados por los bancos a ese grupo de países (CEPAL, 1984 a)).

A pesar de que preocupaba su amplitud, el proceso de renegociación se realizó al comienzo en forma lenta y desordenada. Los problemas se fueron abordando país por país, caso por caso. Sin embargo, al estudiarlos en su conjunto, se advierte la utilización de un esquema muy general, de aplicación en todo el mundo, tanto en cuanto a las modalidades del proceso como a sus resultados. Este marco permitió evitar el colapso total del sistema financiero, desenlace que se temió al estallar la crisis mexicana. Sin embargo, el proceso de renegociación ha resultado muy largo y penoso para todas las partes involucradas, y no se ha logrado una solución estable y definitiva al problema del endeudamiento externo. Por el contrario, se mantiene una situación de incertidumbre casi permanente, que ha dificultado en gran medida el manejo de la economía de los países, e incluso del sistema financiero global.

Este ambiente de indecisión, por su amplitud y alcances, tenía que impulsar la búsqueda de otras salidas. De ahí que desde el inicio de la crisis hayan proliferado propuestas para su solución, caracterizadas por su heterogeneidad. Este artículo no pretende agregar un elemento más a tan abigarrado conjunto, sino tan sólo revisar las propuestas más destacadas, tratando de ordenarlas y evaluarlas, de manera tal de ofrecer una perspectiva más clara para apreciar el estado de la investigación en este campo.

Los caminos sugeridos para resolver la crisis del endeudamiento se cifan en general a dos orientaciones según sea la evaluación de los procesos actuales de renegociación. Una considera que el fundamento analítico de éstos es adecua-

do, y que sólo se trata de perfeccionarlo. El examen de los diversos elementos propuestos con este fin será el objeto de la primera parte de este estudio. La otra considera necesaria una solución de distinto corte y propone la conversión de parte o la totalidad de la deuda pendiente; esa orien-

tación se describe en la segunda parte. Luego se analizan tres grupos de proposiciones para poner en práctica ese concepto, que difieren según el marco teórico utilizado y la importancia consiguiente que atribuyen a los mecanismos del mercado para efectuar esta conversión.<sup>1</sup>

## I

### La ampliación y el perfeccionamiento de los mecanismos existentes

#### 1. Base teórica

Esta orientación parte del supuesto de que se trata de un problema de liquidez de corto plazo, es decir, de una crisis temporal y coyuntural, causada por factores ajenos al control de los agentes participantes. Los deudores han sufrido las consecuencias de variados elementos coyunturales: la baja de los precios de sus productos de exportación; la reducción del volumen de sus ventas externas por efecto de la recesión económica en los países del centro; el alza repentina de los tipos de interés internacionales y la profunda depresión de los mercados financieros mundiales. Al ser estos elementos causa fundamental de la crisis actual, ésta se resolverá por sí sola cuando se recupere la economía mundial, pues con ello se restaurarían los equilibrios financieros al cabo de pocos años y se reiniciarían en forma normal las operaciones crediticias internacionales.<sup>2</sup> Es decir, se supone que al recobrar su capacidad de servir la deuda externa, los países en desarrollo

restablecerán su imagen de solvencia y su acceso anterior a los mercados internacionales de capitales. Ese es el criterio de algunos economistas, y, entre las instituciones, del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Según este criterio, la crisis impone procesos transitorios de ajuste interno en los países deudores; pero el éxito de estos procesos depende, en primer lugar, de las políticas macroeconómicas de los países industrializados, que deben procurar una recuperación firme, duradera y no inflacionaria. En segundo lugar, es esencial que el acceso de los países deudores al mercado mundial no se restrinja, para que puedan aumentar sus exportaciones y atender el servicio de su deuda externa. Así pues, aspecto fundamental de la cooperación internacional es mantener una vigilancia del proteccionismo —actitud característica de los periodos recesivos que se ha manifestado con singular fuerza en los países industrializados en los últimos años— propendiendo a la eliminación de las medidas de este tipo que impiden que la recuperación se transmita a los países en desarrollo.

Hasta la fecha el ajuste ha sido lento; sin embargo, y aun en el mejor de los casos, duraría según los estudios disponibles, por lo menos dos o tres años. De hecho, la recuperación económica mundial no parece orientarse hacia las elevadas tasas de crecimiento típicas de un período posterior a una recesión. Tampoco puede asegurarse que haya, en un futuro próximo, un repunte del comercio, amplias mejoras de la relación de pre-

<sup>1</sup>Por conversión se entiende la modificación de los títulos que detentan los acreedores. La operación puede tomar formas muy distintas, en lo que toca a su magnitud (conversión de la totalidad de la deuda, o de sólo una parte), y a su alcance (cambios que afectan la forma jurídica del título, el valor del principal, las condiciones de servicio, etc.).

<sup>2</sup>En varios estudios estadísticos se sostiene que, entre las variables de corto plazo, la reactivación de la economía en el centro tiene el mayor peso para acelerar la salida de la crisis actual (*World Financial Markets*, 1982, y Cline, 1983).

cios del intercambio, o descensos en los tipos de interés.<sup>3</sup>

Ahora bien, una recuperación de ritmo tan lento implica mantener una fuerte restricción externa para los países en desarrollo. Con esta perspectiva, es preciso definir una serie de medidas que permitan a los países deudores buscar un alivio transitorio a sus problemas de liquidez de corto plazo. Desde que estalló la crisis financiera en 1982, se han seguido procesos que corresponden a los lineamientos descritos; según los partidarios de esta posición, para el futuro lo que conviene es revisar las medidas aplicadas hasta el momento, evaluar sus deficiencias, y luego tratar de remediarlas perfeccionando los mecanismos existentes.

## 2. Mecanismos y procesos vigentes

Según el análisis descrito, no se trata de una crisis de naturaleza mundial, pues se circunscribe a un grupo preciso de prestatarios. Estos países presentan grandes diferencias en lo que toca a los factores que han coadyuvado a sus problemas, así como a la situación y perspectivas de sus finanzas externas (estructura económica, magnitud relativa de la deuda, carga actual y futura del servicio). En vista de estas diferencias fundamentales entre ellos, se sostiene que no existen soluciones generales a los problemas de la deuda y, por lo tanto, hasta el momento, los casos individuales se han tratado de manera aislada, y en forma bastante oficiosa.

No obstante, como ya se mencionó, el método utilizado llegó a tener características y resultados similares para los distintos países. El primer recurso utilizado para enfrentar una crisis de pagos fue la renegociación de la deuda bancaria. Dada la magnitud del problema, este elemento no bastó para evitar el surgimiento de graves tensiones, por lo que se recurrió paralelamente a

la llamada red internacional de seguridad financiera con objeto de procurar una ayuda transitoria hasta que entraran en vigencia las medidas de alcance más amplio y se transmitieran los efectos positivos de la recuperación.

### a) *La renegociación bancaria*<sup>4</sup>

Aunque los bancos han insistido en que la reprogramación de la deuda debe hacerse caso por caso, el resultado práctico de las gestiones realizadas en los dos primeros años de esta crisis ha sido una gran semejanza en las condiciones otorgadas a los distintos prestatarios.

La principal similitud se observa en el horizonte temporal; sólo se incluyeron en las operaciones de reprogramación los vencimientos más inmediatos. Es decir, en el mejor de los casos se han considerado los pagos correspondientes al bienio posterior al inicio de las negociaciones. Además para todos los deudores se mantuvo el sistema tradicional según el cual sólo se reprograman los pagos de amortización y no los de intereses. Los bancos se niegan a reprogramar estos últimos, en parte por razones contables, pues si lo hacen, deberán alterar sus libros de cuentas y dar por vencidos los préstamos correspondientes.

Sin embargo, los deudores no han podido servir adecuadamente su deuda ante el aumento desmedido de sus obligaciones por concepto de intereses en las onerosas condiciones vigentes. Los bancos se han visto así obligados a buscar otra solución, que ha sido, en general, la de otorgar nuevos préstamos para refinanciar parte de los pagos de intereses.

La última característica importante de los acuerdos de renegociación ha sido el deterioro de las condiciones crediticias.<sup>5</sup> Por ser muy similares entre países, las nuevas condiciones no tomaron en cuenta la capacidad real de pago de cada deudor, sino que reflejaron simplemente

<sup>3</sup>Las proyecciones realizadas por la OCDE consideran para el bienio 1984-1985 una tasa de crecimiento anual que oscila entre 2% y 3% en los países industrializados. Sus importaciones no petroleras aumentarían en 3% al año, mientras que los países en desarrollo incrementarían sus ventas externas totales entre 5% y 6% anuales. En el campo financiero, se prevé una estabilidad en los tipos de interés, con un valor nominal de 9% y real de 4% (OCDE, 1983).

<sup>4</sup>Un análisis más documentado y preciso de estos procesos se encuentra en CEPAL (1984 a).

<sup>5</sup>Para la región latinoamericana, las condiciones en que se otorgaron los nuevos créditos en 1982 implicaron un deterioro en el costo negociado del crédito que osciló entre 30% y 18%, según los países, con respecto a las condiciones vigentes en 1980-1981. Sin embargo, el costo financiero en sí mismo se había incrementado entre 10% y 30% (CEPAL 1984 a).

los cambios en la evaluación bancaria frente a una crisis, y el uso de su gran poder de negociación. La tendencia a ajustarse más bien a la visión de la banca que a la situación real del deudor, fue característica de casi todos los procesos de renegociación.

b) *La red internacional de seguridad financiera*

Desde que comenzó la crisis, cuando México, el segundo cliente de los bancos del Tercer Mundo, declaró no poder cumplir con sus compromisos externos, fue evidente que la renegociación bancaria no bastaría para evitar el colapso del sistema financiero. Así pues, fue preciso recurrir a la red de seguridad establecida en la postguerra para evitar fluctuaciones cíclicas desmedidas de la economía.

Esa red funciona a tres niveles. Se fundamenta en las instituciones creadas por el acuerdo de Bretton Woods, principalmente el FMI. Aplicando sus tres mecanismos crediticios,<sup>6</sup> esta institución otorgó a la región latinoamericana en conjunto 6 500 millones de dólares en 1982, y más de 10 000 millones al año siguiente. De este total, más de dos tercios están sometidos al régimen de condicionalidad del Fondo, que implica que los desembolsos son graduales y están sujetos al cumplimiento de las metas económicas establecidas para el ajuste. Este principio de condicionalidad, muy particular del Fondo, permite ampliar la influencia de la institución: su acción directa se traduce en créditos de un volumen más bien restringido con respecto a las necesidades

<sup>6</sup>El Fondo Monetario ofrece tres líneas de crédito a los países afectados por problemas financieros. La primera —el servicio de financiamiento compensatorio— proporciona liquidez inmediata a los países que han sufrido un deterioro de su balance de pagos a raíz de bajas en los precios de sus principales productos de exportación. Por su parte el crédito contingente es un acuerdo por el cual el FMI respalda durante un período de uno a dos años un programa de ajuste económico, definido conjuntamente por la institución y el país. Por último, los acuerdos en virtud del servicio ampliado permiten que el Fondo otorgue durante un período de tres años su asistencia a los países que deben efectuar ajustes estructurales, a fin de lograr un balance de pagos que sea viable a mediano plazo.

totales de financiamiento. Como la ejecución satisfactoria de los programas de ajuste exige una corriente continua de financiamiento bancario en condiciones razonables, un aspecto fundamental de la gestión del Fondo es procurar que se concrete el aumento proyectado del crédito.

En la práctica, el Fondo ha tenido éxito en su función ya que ha estado involucrado en los procesos de renegociación, ejerciendo un papel catalizador.<sup>7</sup> En efecto, con sólo dos excepciones (Nicaragua y Cuba), la firma por el deudor de un acuerdo contingente con el FMI ha sido condición necesaria para que los bancos acepten reprogramar la deuda pendiente. A su vez, el FMI se ha preocupado de que las condiciones de la recaptación bancaria sean coherentes con su respectivo acuerdo contingente. En general, ha habido un acuerdo oficioso entre los grandes bancos y el FMI en el sentido de otorgar créditos comerciales para refinanciar los pagos de intereses en montos equivalentes a alrededor del 7% de los compromisos netos del deudor.

No obstante, los trámites para lograr este tipo de acuerdo siempre son prolongados, y mientras tanto se van agudizando los problemas. Ante esta situación otras instituciones forman una segunda línea de defensa, al proporcionar créditos puentes, o préstamos de enlace de corto plazo, como medio provisional de financiamiento hasta que se logra estabilizar la situación. El Banco de Pagos Internacionales, con los acuerdos generales de crédito, la Commodity Credit Corporation de los Estados Unidos, y la misma Tesorería de ese país han contribuido con este tipo de crédito a aliviar tensiones financieras recientes. Por último los bancos centrales de los países acreedores han actuado implícitamente como prestamistas de última instancia, otorgando en el plano internacional la misma asistencia rápida y eficaz que los bancos reciben en los mercados internos, cuando hacen frente a una crisis de confianza del público. Con este fin, desde la gran crisis de los años treinta se han mantenido entre los bancos centrales, en forma oficiosa

<sup>7</sup>La crisis actual, al generalizarse las dificultades de pagos en América Latina, transformó el papel del Fondo, que de catalizador pasivo se convirtió en promotor activo de fondos bancarios (CEPAL 1984 b).

pero regular, un canje de informaciones y una cooperación sobre una base especial, con cierta coordinación de gestiones. Este proceso se afirmó más claramente a consecuencia de las crisis bancarias de 1974, cuando los gobernadores de los bancos centrales del Grupo de los Diez emitieron un comunicado común, señalando "la existencia de medios para otorgar transitoriamente liquidez de emergencia, los cuales se utilizarían cuando fuese necesario" (Spero, 1980). Este compromiso, si bien explícito, es todavía muy poco preciso, a fin de evitar un exceso de confianza por parte de los bancos, y el consiguiente descuido de éstos. Además, por definición, esa ayuda debe adaptarse a las condiciones y necesidades precisas de cada caso, y por lo tanto sería improcedente incorporarla en un convenio institucionalizado y predeterminado.

El éxito logrado al manejar la crisis mexicana de 1982 reforzó la idea de que esta red de seguridad tenía la eficiencia y la rapidez de reacción necesarias para hacer frente a contingencias imprevistas. La posibilidad de que reaparezcan tensiones insostenibles en un futuro próximo ha motivado algunas propuestas con miras a reforzar estos elementos, tanto en lo que toca a sus recursos como a su mecanismos.

### 3. *Propuestas de ampliación y perfeccionamiento de los mecanismos vigentes*

#### a) *Los recursos*

Durante la crisis mexicana aumentaron los recursos disponibles para otorgar financiamiento de emergencia. Al mismo tiempo, se amplió el abanico de fuentes, pues por vez primera el Banco de Pagos Internacionales concedió créditos de enlace a varios países de la región por un total de 3 850 millones de dólares. Sin embargo, estas fuentes de financiamiento se mantienen como último recurso; por lo tanto no se persigue un aumento manifiesto de sus disponibilidades.

En cambio, la crisis hizo ver en forma patente cuán insuficientes eran los recursos de las instituciones tradicionales. Como las políticas monetarias restrictivas adoptadas por los países del centro después de 1979 han repercutido en los organismos financieros internacionales, éstos no han

contado con nuevos recursos para hacer frente a la recesión subsiguiente, al contrario de lo que ocurrió en 1974. Para subsanar esta situación se han tomado ya algunas medidas. En particular, se extendió a los países en desarrollo el acceso a los convenios generales de crédito (los GAB), y se aumentó de 6 500 a 19 000 millones de dólares su monto, mientras las cuotas del FMI fueron incrementadas en casi 50%.

Así, se ampliaron en 30 000 millones de dólares los recursos utilizables sobre un período de tres años, es decir, 10 000 millones por año: esto no equivale ni siquiera a un tercio de la baja experimentada por la afluencia de préstamos comerciales al Tercer Mundo, que descendieron de 50 000 a 15 000 millones de dólares entre 1981 y 1982 (Avramovic, 1983). Al año siguiente, el crédito bancario a los países que tenían un acuerdo contingente con el FMI aumentó cuando mucho de 5% a 7%, y así se refinanció sólo la mitad de los pagos por concepto de intereses.<sup>8</sup> Subsistió pues una amplia diferencia entre los recursos disponibles y las necesidades de financiamiento.

La solución sugerida con mayor frecuencia es la de buscar cómo aumentar los recursos del FMI. Para soslayar el largo trámite institucional, y obstáculos consiguientes de orden político, también se ha propuesto otra salida: ampliar la capa-

<sup>8</sup> Los pagos de intereses de América Latina han subido en forma extraordinaria, cuadruplicándose entre 1977 y 1982, y permaneciendo por sobre los 30 000 millones de dólares en 1983 (35% de las exportaciones). Para efectuar esos pagos, la región tuvo que desplegar un enorme esfuerzo de ajuste; más que triplicó su superávit comercial en el curso de un año (de 9 700 a 31 200 millones de dólares entre 1982 y 1983). Sin embargo, se trató de un ajuste viciado, pues resultó de una baja radical (29%) en las importaciones, y no de un aumento en las exportaciones (las que se redujeron en 1.3% en 1983). Además, el valor de los pagos netos de intereses excedió al financiamiento neto recibido por los países latinoamericanos. Por lo tanto, el leve aumento en el crédito concedido por los bancos, en la medida que se trataba de una repactación con acuerdo contingente del FMI, además de concentrarse en algunos países (Brasil y México, en particular), alcanzó apenas a cubrir los mayores pagos de servicios resultantes del deterioro de las condiciones de endeudamiento. Para el porvenir, la situación tampoco aparece muy halagüeña, ya que la tasa LIBOR volvió a subir: de 10.25% en diciembre de 1983 a 12.44% a mediados de mayo de 1984. Según estimaciones de la CEPAL el mantenimiento de esa tasa en todo el año significará para América Latina un aumento de casi 5 000 millones de dólares en los pagos por concepto de intereses.

cidad de operación de los organismos financieros. Una primera posibilidad sería que obtuvieran recursos privados.

Se ha insistido, en particular, en la idea de autorizar al Fondo Monetario Internacional para captar recursos en los mercados internacionales. Algunos autores (Bolin y Del Canto, 1983) proponen que esa tarea se confíe a un fondo de exportaciones para el desarrollo, creado expresamente para tal efecto. También se ha abogado por una mayor flexibilidad en las políticas de préstamo seguidas por las instituciones multilaterales. Especial atención ha merecido el aumento de su bajísimo coeficiente actual activos capital<sup>9</sup>, para extender el margen de su actividad crediticia.

Por último, en un contexto más amplio, se ha propuesto incrementar la liquidez total del sistema con una asignación adicional de derechos especiales de giro, destinada especialmente a los países en desarrollo que padecen graves dificultades financieras (Avramovic, 1983, y Massad, 1983). Se intenta así allegar recursos para otorgarles préstamos preferenciales a largo plazo, redistribuyendo la carga del servicio de la deuda y apoyando la expansión del comercio internacional y la reactivación económica.

#### b) *Los mecanismos de alivio temporal*

Asimismo, aparte la ampliación de los recursos disponibles, se ha propuesto extender y, en cierta medida, institucionalizar los mecanismos de alivio, que se han distinguido hasta ahora por su carácter de excepción y su confusa aplicación. Por tratarse de mecanismos temporales, se orientan a aliviar el pago por concepto de intereses, ya que la restructuración de las amortizaciones se efectúa con una mira de más largo plazo.

En general, el desahogo para los deudores puede realizarse de dos maneras directas: bajar la tasa efectiva de interés, o conceder a los países recursos suficientes para solventar sus compromisos de pago sin tener que transferir recursos propios al exterior. Una tercera forma, más compleja, sería la creación de un mecanismo

que sirviera de amortiguador absorbiendo el costo de las fluctuaciones de corto plazo en las tasas de interés.

i) *Alivio mediante la reducción de la tasa de interés.* Dos economistas y banqueros han optado por esta vía. Robert V. Roosa (FMI, 1983) sugiere aplicar algunos de los procedimientos que se emplean en crisis similares en el plano interno,<sup>10</sup> lo que implica una mayor intervención de las autoridades monetarias, que deberán participar en la definición de condiciones de la restauración y buscar nuevo financiamiento. En particular, el FMI deberá cumplir un papel más destacado y participar directamente en la definición de las condiciones crediticias, a fin de lograr una tasa cercana a la LIBOR. Por su parte, P.P. Kuczynski (1983) propone un plan de contingencia para los bancos: reducir durante dos años la tasa de interés, manteniendo un margen de aproximadamente un punto sobre la tasa interbancaria. Como parece poco probable que los bancos acepten de buen grado esa reducción de sus utilidades, el plan se pondría en práctica sólo en casos de emergencia, cuando los propios gobiernos ejercieran fuertes presiones sobre su sistema bancario. Se conseguiría así cierto alivio para el país deudor sin perjudicar el financiamiento bancario futuro (lo cual no sería compatible con la adopción de una tasa menor a la sugerida).

ii) *Alivio por un mecanismo o servicio institucional de financiamiento compensatorio.* México planteó otra solución: un aumento de los recursos disponibles para enfrentar los pagos de servicio. (Véase Gobierno de México (1983)). Su propuesta se centra en el establecimiento de un mecanismo institucional, que busque un desahogo de los pagos por concepto de interés durante un período de transición. La propuesta supone que el déficit actual es de naturaleza particular, origina-

<sup>10</sup>En general, la renegociación de la deuda de firmas privadas lleva a los bancos a cobrar una tasa de interés inferior a la del mercado durante el período de ajuste. En cambio, en el caso de deudores soberanos, los bancos elevan la tasa efectiva cobrada al país arguyendo que deben enfrentar un mayor riesgo. No obstante, este argumento no es teóricamente válido: en efecto, la renegociación disminuye el riesgo para los acreedores, dado que si un país no renegocia su deuda, simplemente no podrá cumplir con su servicio (Devlin, 1983; y Kuczynski, 1983).

<sup>9</sup>El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial vienen operando con un coeficiente igual a uno.



do por factores exógenos, y no por la expansión inmoderada de la demanda global que comúnmente lleva a problemas de pago en el mundo en desarrollo. Por lo tanto, merece un tratamiento distinto del ligado implícitamente a los convenios con el FMI.

En apoyo de su tesis, México destaca la semejanza con las circunstancias que en 1974 aconsejaron la creación del servicio de financiamiento compensatorio del FMI: un viraje brusco en las condiciones externas, reversible al cabo de algunos años, y atribuible en gran medida a circunstancias que escapan al control del país. En consecuencia, se propone la creación de un "servicio especial de financiamiento de los déficit en balanza de pagos provocados por alza en las tasas de interés internacionales."

Ese servicio permitiría otorgar préstamos compensatorios a los países deudores durante aquellos años en que las tasas de interés excedieran sus niveles históricos (o sea, 2% a 3% en términos reales). Esos créditos, igual que los del primer servicio compensatorio, se otorgarían por plazos más largos que los que rigen para convenios actuales. Además, no estarían sometidos a la condicionalidad tradicional del Fondo, pues el estudio propone una sola condición: cierto control sobre el volumen de créditos futuros, a fin de evitar la expansión indebida del endeudamiento externo del país.

iii) *Alivio por un mecanismo amortiguador de las fluctuaciones de las tasas de interés.* El principio básico del mecanismo propuesto para mitigar el efecto de las fluctuaciones excesivas de las tasas de interés, y proporcionar un alivio transitorio a los países deudores cuando éstas lleguen a niveles insostenibles, es el de establecer un sistema de compensación entre los períodos en que la tasa comercial vigente sube por encima de su nivel histórico, y los períodos en que cae por debajo de él. W. Bolin y J. del Canto (1983) lo han mencionado como parte de una reforma a largo plazo del sistema crediticio internacional, mientras C. Massad y R. Zahler lo toman como eje de su propuesta de solución a la crisis actual (Massad y Zahler, 1984). Estos economistas proponen someter la deuda a una tasa de interés de referencia, igual al promedio real de largo plazo, más un margen bancario normal. Según sus estimaciones, esa tasa sería de 2% ó 2.5% en términos

reales. Los deudores pagarían los intereses en moneda local a su Banco Central según las tasas comerciales vigentes. A su vez, esta entidad pagaría a los acreedores hasta un máximo igual a la tasa de referencia. El Banco Central acumularía la diferencia por sobre la tasa de referencia cuando los intereses de mercado la excedieran. En cambio, giraría sobre los fondos acumulados cuando la tasa de mercado fuese inferior a la de referencia, hasta que se agotaran los fondos.

Al contrario de la anterior, esta propuesta no comprende la intervención de los países industrializados, ni siquiera por conducto de un organismo multilateral. La banca podría evitar algunos problemas contables, ya que los fondos acumulados por los bancos centrales con la aplicación del mecanismo se contabilizarían como activo en los balances de los acreedores. Sin embargo, según el propio autor, la propuesta supone tácitamente que los supervisores bancarios harán la vista gorda ante estos acontecimientos y que las autoridades monetarias entrarán en acción cuando surjan problemas de liquidez.

#### c) *Reorientación de la condicionalidad del Fondo*

En el mismo orden de ideas, pero con el propósito de lograr cambios de menor entidad, se ha propuesto también modificar la condicionalidad aplicada por el FMI en sus créditos contingentes, y la redefinición de los consiguientes programas de ajuste.<sup>11</sup>

Ninguno de los autores llega por cierto a cuestionar la necesidad de un ajuste, y por lo tanto de sacrificios económicos internos. Sin embargo, actualmente como casi todos los países están renegociando con el Fondo por no haber podido cumplir sus metas, se ha planteado la

<sup>11</sup> El Fondo sustenta una estrategia de equilibrio automático en el balance de pagos. A fin de aumentar los ingresos de divisas se trata de alcanzar un gran superávit comercial, construyendo la demanda interna y dando incentivo a la producción de bienes transables. Las medidas propuestas por el Fondo con este fin resultan bastante estandarizadas y rígidas: dan preponderancia a los instrumentos indirectos, de orden monetario. Así, se imponen límites máximos al volumen crediticio interno y a la cantidad de circulante, exigiendo a la vez la liberalización de las operaciones comerciales y un rápido descenso del déficit público (Ground, 1984)

interrogante de si la estrategia sustentada por la institución no resulta demasiado severa para los países prestatarios, provocándoles una deflación económica y una contracción excesiva en la demanda interna, con los consiguientes trastornos sociales y políticos. El plazo estipulado puede ser demasiado corto, dada la magnitud de los desequilibrios iniciales y la difícil situación económica mundial. Incluso se ha objetado que estas políticas podrían estar agravando la recesión internacional, pues el propio Fondo estima que por lo menos tres cuartas partes del mejoramiento del balance comercial logrado por el Tercer Mundo en 1983 obedeció a la contracción de sus importaciones y no a la expansión de sus ventas externas (FMI, 1984). Además, la prescripción del FMI se ha aplicado en forma pareja, estableciéndose metas monetarias y fiscales muy semejantes, sin tomar realmente en cuenta las circunstancias concretas de cada deudor.

Aunque su base teórica pueda aparecer válida al considerar el caso de un país aislado, es cuestionable su aplicación tan uniforme y simultánea, sobre todo cuando la economía mundial está en recesión.

Por la frecuencia de los incumplimientos, y las insostenibles tensiones políticas sufridas por los países deudores, el FMI ha mostrado señales de querer cambiar su posición. En particular, se han ampliado en cierta medida los montos y plazos de crédito, fijándose metas más flexibles. Esta evolución, no obstante, se ha dado en forma muy lenta, paso a paso, y el resultado ha sido fragmentario y débil.

Numerosos economistas insisten en que las condiciones debieran ser mucho más liberales y graduales, empleándose nuevos instrumentos orientados a favorecer la inversión y el crecimiento económico.

#### 4. Comentario

Estas propuestas para mejorar la red de seguridad financiera pueden criticarse desde diversos ángulos. En primer lugar, para su puesta en práctica se oponen graves obstáculos, en general de orden político, que se refieren a la captación de los recursos necesarios y el funcionamiento ordenado del plan. Por otro lado, cabría argüir que se trata de un mecanismo excesivamente automático, sin contar las deficiencias analíticas del

marco teórico en que se encuadra, las que hacen poner en tela de juicio la eficiencia del plan para resolver la crisis actual.

##### a) Medio desfavorable para su ejecución

La orientación examinada hasta ahora se ha desenvuelto en un medio externo poco propicio y no ha recibido casi ningún apoyo, ni por parte de los gobiernos, ni de los bancos, ni en general de la opinión pública. Muy reveladora al respecto fue la tenaz resistencia del Congreso estadounidense para aprobar un mayor aporte de ese país al FMI. Aunque la crisis mexicana de 1982 coadyuvó a modificar la posición del gobierno en los Estados Unidos, instándolo a apoyar la gestión de los organismos multinacionales, esa reorientación no tuvo eco en el grueso de la opinión pública, reacia a proporcionar cualquier ayuda oficial en este campo (Brimelow, 1983).

Otro obstáculo es la actitud del sector bancario, que contribuye en cierta medida a la falta de apoyo político ya mencionada. Por el gran número de bancos involucrados, es difícil la coordinación entre acreedores, situación agravada por el comportamiento a menudo caprichoso que muestran los bancos más pequeños. Por lo tanto, se prolongan las negociaciones inútilmente, lo que para el deudor supone un elevado costo de oportunidad.

Hasta el momento, sin embargo, se ha evitado la declaración de moratoria, con el derrumbe consiguiente del sistema financiero. Este resultado, por feliz que parezca a primera vista, tiene repercusiones muy negativas, pues los bancos han llegado así a menospreciar el riesgo de una crisis profunda, en comparación con su apreciación del año anterior. Como se ha esfumado la impresión de emergencia, han pasado a segundo plano los incentivos para tomar medidas enérgicas. A la vez que contribuye a la presente escasez de recursos, esta situación desalienta la creación de mecanismos novedosos. De ahí que no quepa esperar una renovada atención al tema antes que no se cierna otra grave amenaza sobre el sistema (Devlin, 1984).

##### b) Problemas de exceso de automatismo

Para lograr cierta eficiencia, el sistema debe evitar el exceso de automatismo. Si bien es cierto

que la condicionalidad actual del FMI resulta excesivamente rigurosa, y el aumento en los costos bancarios después de una renegociación es claramente exagerado, sería inadecuada una relajación desmedida del principio de condicionalidad. En efecto, ninguna ayuda de emergencia podría llegar a ser automática, ya que se desvirtuaría así el funcionamiento de todo el sistema. Este fue el reparo principal a la propuesta mexicana. Aunque en principio un mecanismo compensador institucionalizado podría prevenir graves crisis y estabilizar así el sistema financiero, su aplicación en forma demasiado automática podría tener efectos contraproducentes; deudores y acreedores se verían alentados a seguir políticas poco cautelosas, confiados en un sistema que permitiría postergar o transferir el costo final. Además, al liberalizarse las condiciones de la ayuda oficial, perdería su carácter de recurso de última instancia, y se restringiría la capacidad, en particular del FMI, para ejercer una presión eficaz sobre el sector bancario y conseguir su colaboración. Parece entonces necesario ligar este tipo de financiamiento a algunas condiciones rigurosas; aunque las empleadas actualmente no sean de modo alguno las más apropiadas, no debe confundirse una reorientación (o redefinición) de la condicionalidad con su supresión.

### c) Deficiencias del marco analítico

Las críticas a esa orientación no son sólo de orden práctico; también hay argumentos analíticos que muestran la deficiencia y la falta de adecuación de las medidas para llegar a una solución verdadera de los problemas del endeudamiento.

El recurso a una red de seguridad financiera para salir de la crisis actual supone que la crisis es coyuntural, provocada en esencia por factores exógenos: caída de los ingresos de exportación y alza de las tasas de interés. Aplicando ese criterio no se plantean los problemas de más largo plazo; más precisamente, no se toman en cuenta ni el alcance excepcional de la crisis, ni sus aspectos inusitados, ni sus posibles repercusiones en el futuro. Se ha elegido una estrategia con el simple propósito de prevenir el perjuicio que se está ocasionando actualmente al sistema financiero mundial. Se cifran las esperanzas para el futuro en una recuperación sostenida y en un menor proteccionismo por parte de los países de la

OCDE, en la vigencia de tasas de interés más bajas y programas de ajuste estrictos, pero eficientes, en los países deudores.

Esta hipótesis fundamental con respecto a la evolución futura de la economía mundial puede objetarse por ser demasiado optimista, o hasta irreal. En efecto, mientras algunos economistas sostienen que las tasas de interés reales se mantendrían por largo tiempo en niveles superiores a los históricos, otros ven en la crisis actual el comienzo de una etapa de estancamiento de larga duración. Así pues, no sería dable esperar una recuperación dinámica ni siquiera a mediano plazo (Sunkel, 1984). Desde este punto de vista, el criterio en que se sustenta la red de seguridad parecería trizado desde su base, ya que condición esencial para su eficiente funcionamiento es precisamente la reactivación de la economía mundial.

Aun sin proyectar en forma tan pesimista la evolución de la economía mundial, la red de seguridad puede parecer deficiente por no abordar el problema con los instrumentos adecuados. Las medidas propuestas, con incluir algún grado de institucionalidad, permanecen, por diversas razones, muy fragmentarias e imprecisas. Se mantiene el propósito de resolver los problemas caso por caso, país por país, sin reconocerle a la crisis actual una dimensión global. Aparte desconocer la magnitud real de la crisis, la indefinición y falta de coordinación resultan en la aplicación de criterios de mercado (como el criterio de la rienda corta<sup>12</sup> y la protección aparente del valor de los activos bancarios), cuando de hecho el mercado se ha encogido hasta desaparecer, y las operaciones son ahora el resultado de negociaciones aisladas (Devlin 1983; y Langoni, 1983). Aunque las medidas permiten evitar una declaración de moratoria, con la desorganización consiguiente del sistema financiero internacional, no generan soluciones viables y definitivas.

La red de seguridad financiera muestra otra falla relativa, esta vez, al plazo otorgado. Una de las lecciones que enseña la experiencia reciente es que tardarán en resolverse los problemas de la deuda mucho más de lo que se suponía al co-

<sup>12</sup>Se entiende por *criterio de la rienda corta* aquel que impone un breve horizonte temporal para la renegociación de la deuda.

mienzo. Por lo tanto la crisis financiera durará mucho más de lo que se previó para situaciones de este tipo cuando se creó el FMI. El principio rector de esta institución era procurar un desahogo durante el tiempo necesario para que los países con problemas volvieran al *statu quo ante*, después de haberse apartado transitoriamente de la norma. Según este principio, sólo se prevé un plazo muy breve para salir del atolladero: el FMI sólo otorga un alivio financiero de uno a tres años, mientras la reprogramación sólo abarca los vencimientos inmediatos. Los convenios vigentes, tanto los conseguidos con el FMI como los logrados con la banca, se caracterizan por estos plazos cortos.

Sin embargo, la experiencia reciente haría más bien pensar que se trata de un primer paso en un largo proceso de negociación futura, en que será la norma, más bien que la excepción, corregir los convenios anteriores. Los países se encuentran sometidos a un proceso de refinanciación casi permanente, y siguen endeudándose sólo para pagar los intereses.

Esas deficiencias de los instrumentos hasta cierto punto institucionalizan una falla en el sistema, que, según se suponía inicialmente, sólo debía ser transitoria. Para los deudores, esto provo-

ca una marcada desviación de la política económica, pues los elementos de juicio financieros y de corto plazo adquieren un peso preponderante en las decisiones, en desmedro de los criterios productivos (Ffrench-Davis, 1983). Por otro lado, aunque el FMI sigue produciendo bienes públicos colectivos (servicios de coordinación y supervisión de los procesos financieros), éstos resultan más útiles para los acreedores que para los deudores. En efecto, la gestión del FMI ha permitido aislar al deudor, mientras se facilita la actuación colectiva de los acreedores (Lipson, 1981). Sin embargo, no se logra ni restaurar la confianza ni restablecer el adecuado funcionamiento del mercado crediticio. Por lo tanto, la red de seguridad financiera sólo podría, en el mejor de los casos, evitar un desplome total del sistema y permitir la sobrevivencia de un *statu quo* precario, sin resolver los problemas de fondo.

El sistema financiero internacional perdería así su papel de lubricante del motor del crecimiento, para transformarse en un instrumento cuya función principal sería mantener los niveles actuales de endeudamiento. Por lo tanto, parece necesario considerar el problema desde otro ángulo, para lograr soluciones menos onerosas, más acordes con la situación, y más duraderas.

## II

### Criterios de conversión de la deuda pendiente

#### 1. Aspectos comunes de las distintas propuestas

Hay un segundo grupo de propuestas con un propósito común, aunque bastante diferentes en cuanto a los medios elegidos para lograrlo, cual es eliminar los obstáculos al funcionamiento normal del sistema financiero, y permitir que mantenga su papel tradicional de financiar el desarrollo. Comparte además una misma diagnosis: los factores exógenos, considerados antes como causa fundamental de los problemas actuales, sólo aceleraron y agudizaron una crisis latente. Según esta orientación, los problemas actuales sólo resultan de una expansión a la vez descuida-

da y excesiva del crédito internacional durante el decenio anterior. Por lo tanto, difícilmente podría una red de seguridad dar salida a la difícil situación actual. Al contrario, como contribuye a perpetuar los errores pasados y transforma así la deuda pendiente en un peso muerto considerable, obstaculiza el retorno a operaciones crediticias normales. De este análisis surgen intentos por definir una estrategia a la vez racional, expedita y eficiente, con miras a reestructurar ese lastre deudor.

Las propuestas consiguientes coinciden en tratar de remplazar el método actual, particular, por uno más global y sistemático. Ofrecen un marco normal básico, con criterios de referencia

claramente definidos, en el cual se inscribirían los casos nacionales. Por otro lado, proponen un mejor reparto del costo del ajuste, pues consideran que los principios vigentes con relación a su distribución entre deudores y acreedores, además de ser muy inequitativos, podrían resultar contraproducentes, incluso desde el punto de vista de los acreedores.

Los ejercicios actuales de repactación de la deuda traspasan la mayor parte del costo a los deudores. Sin embargo, este proceso no tiene justificación económica, pues todos los agentes participantes tienen algún grado de responsabilidad en los problemas actuales: los bancos por haber descuidado el volumen de sus préstamos a cada país, los gobiernos de los países industrializados por haber tolerado (o aun, con sus políticas monetarias, favorecido) esa situación, y los países deudores por haber seguido políticas de endeudamiento imprudentes. Por lo tanto, los autores que sostienen este planteamiento insisten en que todas las partes deben coadyuvar a la búsqueda de soluciones, y compartir el peso del reajuste, aceptando su parte de las pérdidas. Por último, estos economistas utilizan un mismo argumento para justificar un proceso de conversión de la deuda pendiente: advierten que rechazar este punto de vista equivaldría a olvidarse de la reciprocidad de intereses entre las partes. Por un lado, las tensiones provocadas por el actual proceso de ajuste amenazan la estabilidad interna de los países deudores. Podrían llegar a tales extremos de justificar la declaración de moratoria, lo cual provocaría un deterioro considerable en los activos bancarios. En cambio, cabe suponer que los costos para los bancos de compartir la carga del ajuste resultarían, a la postre, mucho menores (Devlin, 1983). Asimismo, los países industrializados tienen interés en el asunto, pues la moratoria perjudicaría a sus economías, tanto en el orden interno (crédito, producción y empleo), como externo, por la inestabilidad concomitante de las relaciones internacionales. Sin llegar tan lejos en la proyección, se ha argüido que la crisis del endeudamiento ha frenado la recuperación en los Estados Unidos, por la baja considerable registrada en las exportaciones de ese país a América Latina.<sup>13</sup>

<sup>13</sup>Puede considerarse que las menores ventas son direc-

## 2. Diferencias entre las propuestas

No obstante estas similitudes, las propuestas que se analizarán indican caminos bastante diferentes para llegar a un mismo fin. Los principales aspectos de diferenciación son el grado de eficiencia que los autores adscriben a los mecanismos de mercado para salir de la crisis y la flexibilidad y la capacidad de reacción que se atribuyen al sector bancario.

Según la posición sobre el primer aspecto, se propicia o rechaza la participación de las autoridades monetarias en el proceso de conversión de la deuda. Confiar en los mecanismos puros de mercado significa limitar la acción a los bancos y a sus clientes, permaneciendo las autoridades monetarias marginadas del proceso. En cambio, algunos autores señalan deficiencias fundamentales en el funcionamiento del mercado crediticio internacional, y por lo tanto favorecen una intervención pública.<sup>14</sup>

Pero al problema clásico de la intervención se agrega otra dimensión, ya que no es fácil definir cuáles son las autoridades públicas que deberían actuar. Los deudores mismos son naciones soberanas, y disponen en el orden económico de un poder discrecional bien reconocido. Pero este poder soberano es limitado, por definición, a la economía interna del país. En el mercado internacional, estos mismos países sólo son agentes

---

tamente responsables de una baja de 0,3% en el PIB estadounidense en 1982, y de la pérdida de 225 000 empleos (Dhar, 1983). Los efectos sobre la economía estadounidense de una moratoria declarada por los mayores deudores latinoamericanos han sido bien analizados por Wyss y Napier (1983).

<sup>14</sup>La teoría económica tradicional indica algunos casos en que el libre juego de las fuerzas de mercado no permite llegar a un equilibrio socialmente óptimo, sea por la naturaleza particular del bien en cuestión, sea por una deficiencia crónica en el mercado correspondiente. En estos casos se puede lograr el equilibrio sólo por medios ajenos al mercado. Esa intervención suele llevarla a cabo el Estado, y por lo tanto se llama "intervención pública". Sin embargo, en la economía moderna los Estados han ampliado considerablemente su papel económico, y en numerosas oportunidades actúan como cualquier otro agente y cumplen con las leyes del mercado. Por lo tanto, la palabra "pública" tiene un doble sentido, y podría llevar a equívocos. En las páginas siguientes, el término se utilizará en el sentido clásico de la teoría económica: implica una referencia a una situación de mercado, pero no a la situación jurídica de las entidades involucradas.

que actúan en competencia con otros agentes (muchos de los cuales son privados), y deben cumplir con las leyes del mercado.

Si se admite que la intervención pública en la economía se caracteriza, en su sentido lato, por la discrecionalidad y la inapelabilidad jurídica de las autoridades que corresponden, la única forma que puede asumir en el plano internacional es el multilateralismo.

Por lo tanto, son tres las vías que se proponen, según el marco conceptual elegido (anexo). En una primera concepción, se favorece el juego libre del mercado, y se pretende utilizarlo para salir de la crisis actual. La segunda, en cambio, destaca la dimensión pública del problema (en el sentido económico tradicional de la palabra), y preconiza una gestión multilateral para regular el mercado crediticio internacional. Por último, una tercera corriente desconfía de los dos procesos anteriores, sea por su insuficiencia o por la penosa demora que suponen, y prefiere una actuación unilateral y no comercial por parte de los deudores.

La primera corriente de opinión, favorable al libre juego de las fuerzas del mercado, no recomienda resolver el problema del endeudamiento prescindiendo de las entidades públicas; lo que rechaza es la gestión multilateral discrecional.

En un análisis más pragmático, influye también, en la elección, la capacidad de reacción postulada para el sector bancario; si se atribuye a la banca una actitud flexible y racional no es necesario un catalizador ni un amortiguador para el proceso de ajuste. En cambio, la tesis opuesta señala la rigidez que ha caracterizado hasta el momento a los bancos y el nivel de sus préstamos por país peligrosamente elevado, contrastándolos con la dimensión pública de la crisis actual (Devlin, 1984). De ahí que se propugne una gestión pública multilateral, cuyo tipo y magnitud estarán ligados a la capacidad de resistencia ban-

caria estimada. De esta última evaluación dependerá entonces la parte del ajuste que recaerá sobre los países industrializados.

De la elección entre gestión privada y pública deriva, en último término, la forma del ajuste; recurrir a mecanismos de mercado sólo provoca una reducción en el valor negociable de la deuda (o sea, una baja en el valor de los activos bancarios), mientras la intervención pública puede influir también sobre los pagos por concepto de interés, sacándolos de un ámbito puramente comercial y acercándolos a las necesidades efectivas del desarrollo.

Por su parte, los partidarios de la conversión unilateral de la deuda, reconociendo las insuficiencias del mercado, dudan también de la eficiencia de la regulación pública en las condiciones actuales. En particular señalan que la acción colectiva, para lograr algún resultado, demoraría tanto que no se compensaría el costo acumulado por los deudores. Recomiendan entonces buscar, de una vez por todas, una solución sin criterios comerciales, es decir, la conversión unilateral de la deuda.

Aunque las distintas propuestas de conversión de la deuda pendiente proceden de una misma insatisfacción con los procesos actuales, sugieren soluciones totalmente contrarias para salir del paso. Las razones que aducen los autores para explicar la ineficiencia presente se agrupan en categorías antinómicas: por un lado se culpa a la intervención pública excesiva, y se propone eludirarla, dejando que el libre funcionamiento del mercado convierta la deuda en capital; por el otro, se critica la insuficiente actuación pública, recomendándose ampliar su alcance con objeto de transformar la deuda en bonos públicos. Una tercera corriente de opinión rechaza tanto los mecanismos del mercado como la regulación pública y propone una gestión unilateral no comercial.

### III

## Conversión de la deuda por mecanismos de mercado

### 1. Definición general

Los partidarios de la conversión de la deuda por mecanismos de mercado critican una práctica bastante común en el período de postguerra: la de utilizar la intervención pública para regular el funcionamiento del mercado, y evitar así crisis socialmente desestabilizadoras. Este cuestionamiento forma parte de un análisis más general, desarrollado sobre todo en el decenio de 1970, que pone en tela de juicio todo el papel del Estado en la economía.

En cuanto a la crisis del endeudamiento, se señalan las políticas erradas que han seguido los países deudores, en que la concentración de las decisiones de inversión en manos de los organismos públicos deformó la asignación de recursos y provocó un mal aprovechamiento de los créditos conseguidos.<sup>15</sup> A esta crítica más conocida se agrega su extensión al plano de la economía internacional, en que la intervención pública asume la forma de gestión multilateral. En materia financiera, los partidarios de un retorno al libre juego del mercado se ensañan con el sistema creado por el acuerdo de Bretton Woods. Según ellos, la evolución comercial y monetaria del decenio de 1970 volvió obsoleta la organización establecida en 1944, pero como toda estructura pública, ésta muestra una gran inercia y fuerza de permanencia<sup>16</sup>. Las instituciones de Bretton Woods no evolucionaron a parejas con su marco externo, e impidieron así los necesarios ajustes que hubiera promovido el libre funcionamiento del mercado.

Particularmente se sindicó al Fondo Monetario Internacional por impedir el ajuste, con su inyección de fondos, desalentando así el recono-

cimiento por los bancos de sus pérdidas contables. Es así como, pese al deterioro de su cartera de préstamos, éstos terminan registrando utilidades cada vez mayores. Esta paradoja puede perdurar mientras la gestión pública siga ocultando las señales del mercado, o debilitándolas con la ilusión de que habrá en última instancia una garantía pública.

Mantener esa gestión pública, advierten los partidarios de este análisis, tiene un costo, pues a ella se destinan recursos, en desmedro de la actividad productora. El costo no se justifica, toda vez que las medidas puestas en práctica no ofrecen una salida viable a la crisis. Les parece más conveniente, en esas circunstancias, permitir el libre funcionamiento del mercado y volver a los procedimientos bancarios tradicionales. Estos autores destacan la similitud entre las crisis financieras, internas e internacionales y proponen extender las disposiciones comúnmente aplicadas por el sector bancario en el mercado interno, para superar las dificultades en el plano externo. Todas esas providencias incluyen, a corto plazo, el reconocimiento de las pérdidas contables por los bancos. Sin embargo, pueden asumir variadas formas, más o menos complejas (anexo).

### 2. Creación de un mercado secundario

La solución de mercado más sencilla y espontánea consiste en la creación de un mercado secundario, donde los bancos puedan intercambiar sus títulos sobre la deuda (*The Economist*, 1983). Ese fue, más o menos, el método utilizado para sortear la crisis financiera que resultó de la recesión de los años treinta. Esa misma idea se concretó, al menos parcialmente, al año siguiente de la crisis mexicana de agosto de 1982: en Londres apareció un mercado secundario, donde se negocian, de manera encubierta y en montos bastantes reducidos, los títulos sobre préstamos a países del Tercer Mundo considerados como dudosos por los bancos.<sup>17</sup>

<sup>15</sup>Aunque se trata de un análisis muy general, una exposición clara y analíticamente representativa se halla en Meltzer (1983).

<sup>16</sup>El economista Milton Friedman, rechazando frente al Congreso estadounidense el propuesto aumento en la cuota de ese país en el FMI, comentó que "las organizaciones burocráticas internacionales nunca mueren ni desaparecen". Citado en Brimelow (1983).

<sup>17</sup>A fines de 1983, el precio de negociación para los

El método se caracteriza en esencia por su sencillez. En efecto, no se modifica la forma de los títulos, sino su movilidad. La definición más precisa de las condiciones de ajuste le corresponde a los mecanismos del mercado internacional de capitales. De ahí que el ajuste afecte únicamente el monto del principal. El precio (es decir, la tasa de interés) sigue determinado por el mercado, en función de los vaivenes de la oferta y la demanda. Los partidarios de este tipo de solución rechazan, pues, la rebaja artificial de las tasas de interés como elemento del ajuste, porque provocaría una desviación en la asignación de los créditos.

El costo del ajuste, por su parte, recae sólo sobre los agentes directos, es decir, los bancos y los países deudores. Para éstos se trata más bien de la continuación del penoso proceso de ajuste interno con cierto desahogo en los pagos de servicio y posibles mejoras en el financiamiento futuro. En cambio, los bancos deberán experimentar nuevas y considerables pérdidas.<sup>18</sup>

En todo caso, la división del costo entre deudores y acreedores resulta, con este criterio, de la evaluación del riesgo realizada por el mercado, y no deben influir en ella las decisiones discrecionales.

### 3. *Conversión de la deuda en capital productivo*

En el mismo concepto de primacía del mercado, pero agregando un proceso más complejo de conversión, se hallan dos propuestas para transformar los títulos sobre la deuda en títulos sobre capital productivo. Se justifica esta sugerencia alegando que, mientras la solvencia de un país depende en último término de la situación de sus activos productivos reales, establecer un nexo evidente entre éstos y la deuda pendiente permiti-

tiría una salida rápida y efectiva de la crisis actual, pues sólo en casos de insolvencia patente (que cabe suponer serán pocos) se registrarán pérdidas elevadas.

Igual que en un mercado secundario, esta pérdida (equivalente al costo bancario del ajuste) afecta en primer término el valor del principal, y está determinada por la evaluación del mercado, pues se trata de títulos negociables. Sin embargo, y al contrario de la propuesta anterior, otra parte del ajuste afecta la renta que reditúan los títulos. Mientras que en el mercado secundario los portadores siguen recibiendo amortizaciones regulares y pagos por concepto de intereses según la variación de la tasa comercial, en las nuevas condiciones reciben dividendos, que fluctúan según la rentabilidad real de los activos reales que representan. Por cierto, esta diferencia es considerable. Pero en ningún caso resulta de una acción discrecional, o de la desviación de los mecanismos del mercado. Mas bien, para la determinación de la renta se abandona un mercado (el crediticio) para adoptar otro (el de bienes y servicios).

#### a) *Conversión en acciones*

De las dos propuestas indicadas, la más sencilla es la conversión de los títulos sobre la deuda en acciones de las empresas del país (Meltzer, 1983)<sup>19</sup>. Allan Meltzer propone incluir, en particular, las empresas petroquímicas mexicanas y las centrales hidroeléctricas brasileñas. Además, recomienda que este proceso se aplique sólo a parte de la deuda, y tome en cuenta la depreciación ya sufrida por los títulos bancarios. Las acciones entregadas tendrían entonces un valor inferior al valor contable inicial del préstamo. El monto de esta rebaja resultaría de negociaciones entre el país y sus bancos acreedores, lo que supo-

préstamos latinoamericanos oscilaba entre 75% y 87% de su valor contable (Brimelow, 1983).

<sup>18</sup>Según diversas estimaciones bancarias, los títulos se negociarán en promedio a un precio inferior en 25% a su valor contable. Para los nueve bancos principales de Estados Unidos, una caída de esta magnitud en el valor de sus préstamos a Argentina, Brasil y México equivaldría a perder un tercio de su capital (Brimelow, 1983).

<sup>19</sup>Esta idea no representa una innovación tan grande, pues corresponde a una práctica bastante común en los mercados internos de distintos países: cuando una empresa pasa por graves aflicciones de pagos, el banco a menudo transforma sus títulos de deuda en capital de la misma empresa. Su extensión a la crisis crediticia internacional sí es novedosa, pues coloca a entidades soberanas en la posición de deudor. Afectaría especialmente a las empresas públicas, que en el Tercer Mundo tienen una importante capacidad de producción.



ne en primer término que los bancos acepten negociar. Meltzer señala que, a pesar de las pérdidas contables que deberían asumir, los bancos podrían colaborar en un sistema de ese tipo, siempre y cuando el descuento fuera inferior a la baja real en el valor de mercado. En esa forma además de evitar pérdidas mayores en caso de mora, mejorarían la composición de su cartera con títulos más seguros y estables.

Para los deudores, implica un cambio radical en las condiciones del servicio. Con la capitalización de la deuda pendiente desaparecen los pagos de amortizaciones y los pagos de intereses se transforman en remesas, que no están ligadas a las fluctuaciones de los mercados internacionales de capitales, sino a las ganancias reales de las empresas.

b) *Conversión en títulos financieros con dominio sobre los recursos del país*

Con la misma adhesión a los mecanismos del mercado, la opción planteada por Norman Bailey (Bailey, Luft y Robinson, 1983) parece una solución de transacción entre las dos propuestas anteriores. Incluye un proceso de conversión, que si bien se inspira en las disposiciones que se suelen aplicar para enfrentar los problemas internos de pagos, intenta adaptarlas al hecho de que se trata de deudores soberanos. El economista norteamericano propone convertir los títulos actuales sobre la deuda en un nuevo instrumento financiero, denominado vale de participación en el intercambio (*exchange participation note*), emitido por el banco central del país deudor. No ocasiona modificaciones tan repentinas en las relaciones financieras entre los países y sus acreedores; no constituye un título de dominio sobre los recursos del país; ni equivale a una capitalización integral de la deuda pendiente. Se supone, además, que no haya modificaciones respecto a los pagos por concepto de intereses.

El cambio real afecta a los pagos de amortización, que se basarían en un porcentaje fijo de los ingresos anuales de divisas del país. Por eso, el autor descarta como base el valor de las exportaciones de bienes, pues numerosos países reciben una parte importante de sus divisas a cambio de servicios (turismo) o transferencias (trabajadores emigrantes). Aunque el sistema signifique un trabajo estadístico mayor, sólo de ese modo, afir-

ma Bailey, se adaptará el monto a la capacidad real de pagos del país.

#### 4. *Comentarios*

Las tres estrategias señaladas tienen un propósito común: reavivar la confianza del sistema financiero, para que vuelva a cumplir su primitivo papel de financiador del desarrollo. Intentan lograrlo por distintas vías. El hecho de que los títulos sean negociables permite diluir el riesgo ampliando el número y heterogeneidad de los acreedores. Con la supresión del lastre de la deuda puede prescindirse de los acuerdos financieros actuales, y se liberan tiempo y recursos a la vez para financiar la producción y el comercio. La conversión de la deuda en capital fomenta también un ambiente más propicio al crecimiento económico, al vincular las corrientes financieras con la eficiencia productiva y el intercambio.

El atractivo de esas posibilidades es evidente, pero no hay que olvidar los problemas que plantean. Para comenzar, los antecedentes en que se basan estos análisis pecan de optimismo con respecto a la capacidad de reacción del sistema frente a los cambios bruscos. No hay razones para creer que los bancos podrán tolerar las pérdidas correspondientes, ni que los deudores podrán arrastrar su difícil situación interna por el plazo requerido. Las tensiones generadas podrían desencadenar el pánico en los mercados internacionales de capitales con los trastornos económicos, políticos y sociales consiguientes.

Por otro lado, estos planes carecen de incentivo para compensar los riesgos mencionados, e instar a deudores y acreedores a ponerse de acuerdo para ejecutarlos. La sola organización de un mercado secundario (la propuesta más sencilla entre éstas) parece casi inalcanzable, pues no se observa ni demanda ni oferta para esas transacciones. Negociar abiertamente sus títulos significaría para los bancos una pérdida de prestigio y autoridad. Prefieren por lo tanto mantener los préstamos en sus libros con el valor contable inicial, aunque no corresponda al valor real de mercado. Las ventajas de estos planes parecen situarse en un futuro lejano, por lo que no tienen mucho peso en la evaluación bancaria que se rige por plazos más perentorios.

Tampoco resultan muy alentadoras para el

deudor las perspectivas inmediatas de estas propuestas. La conversión de la deuda en títulos financieros negociables no basta para provocar un verdadero desahogo de los pagos de servicios. El desarrollo de un mercado secundario no les afecta de ninguna manera, y la propuesta de Bailey se limita a aliviar los pagos de amortización, siendo que los pagos por concepto de intereses han alcanzado ya niveles insostenibles. Por su parte, la propuesta de Meltzer resuelve el problema de pagos, pero en el ámbito político implica un elevado costo, pues exige, después de años de restricción a la inversión extranjera directa, la eliminación brusca de una práctica ya consagrada en la mentalidad latinoamericana.

Asimismo, el uso de títulos financieros ligados a los recursos del país deudor, a pesar de su aspecto más benévolo, plantea dificultades simi-

lares, pues obligaría a los bancos a tener una injerencia excesiva en los asuntos internos del país. Los trastornos que sufrió la banca privada en el Perú (Devlin, 1980) enseñan que difícilmente podría ejercer el control necesario para el funcionamiento ordenado del sistema.

Se advierte un último obstáculo: el de la organización. No se aprecia claramente cómo podrían coordinar sus gestiones acreedores y deudores, pues el mercado crediticio no ofrece un marco adecuado para los ajustes espontáneos. Un proceso de conversión de tal magnitud, alcance y complejidad requiere ciertas disposiciones burocráticas, las que son, precisamente, rechazadas por estos autores. Aplicar este criterio estricto de mercado a la crisis actual del endeudamiento sería a la postre no sólo utópico, sino del todo irreal.

## IV

### Conversión de la deuda pendiente por acción colectiva

#### 1. Base teórica

Esta corriente corresponde a otro marco teórico; sus partidarios consideran que la crisis del endeudamiento ha sido siempre un problema de orden público, pues junto a su alcance y magnitud extraordinarios, se caracteriza por la externalización de los costos por parte de los agentes que los producen (Devlin, 1984).<sup>20</sup> Se impide así la coordinación entre participantes, y la carencia de una solución perdurable tiende a generar costos aún mayores en el futuro. Por lo tanto se aboga por una solución pública, en la forma de

una gestión tripartita en que participen los bancos, los países deudores, y un organismo público internacional. En este último aspecto, sólo se advierten diferencias insignificantes entre los partidarios de ese criterio, pues la alternativa es crear una nueva entidad o utilizar una ya existente, ampliando sus funciones.

Comparten también el marco pragmático global en que se encuadran estas propuestas. Se propone, para comenzar, una distribución más equitativa de ventajas y costos. Los bancos se liberan de sus préstamos más dudosos y adquieren activos más seguros, a costa de una pérdida contable. Los países deudores obtienen condiciones de servicios más adecuadas a su situación actual, pero deben poner en marcha un proceso de ajuste interno. El organismo internacional participante sólo asumiría, en principio, una función de intermediación, para permitir el saneamiento del sistema. Por este medio, los países industrializados sólo ofrecerían su garantía al proceso. No obstante, en caso de dificultades imprevistas (incumplimiento por parte de un deudor, bancarrota bancaria, o cualquier problema

<sup>20</sup>Esa conclusión corresponde teóricamente a una economía social de mercado, según la cual la autoridad pública debe intervenir para regular el mercado, evitar crisis serias y producir cambios estructurales cuando sean necesarios. Pero la solución pública en el plano de la economía internacional implica la acción colectiva, pues la decisión unilateral de conversión de la deuda por parte de un país sólo equivale a un acto discrecional y no comercial por parte de un participante del mercado que decide retirarse de las transacciones. Este último caso será analizado con más detalle en la parte V.

coyuntural), ellos deberán dar su respaldo financiero.

Se han propuesto diversos sistemas para poner en práctica esta función de intermediación colectiva. Dos han sido los más detalladamente explorados (anexo). Su diferencia radica en el grado deseado de intervención pública, el que afecta también la magnitud del proceso consiguiente de conversión. Por un lado se propone una conversión integral de la deuda pendiente en bonos públicos internacionales, para lo cual es necesaria una gestión colectiva directa, amplia y persistente. Por otro, se favorece una intervención pública limitada al otorgamiento de una garantía colectiva oficial; ese proceso no constituye una alteración radical de los títulos crediticios, pero permitiría según sus partidarios modificar algunas de sus características fundamentales, como plazo, valor y renta.

## 2. *Conversión en bonos públicos internacionales*

Con mayor frecuencia se ha planteado la idea de convertir la deuda pendiente en bonos públicos internacionales. Tres economistas norteamericanos han publicado sendos escritos sobre el tema y el Ministro de Economía de la Argentina propuso un plan sobre esas bases a los bancos acreedores. El Profesor Kenen (1983) recomienda traspasar los títulos bancarios a un organismo multilateral, que los cambiaría por bonos de mayor plazo (10 a 15 años) y un valor inferior en 10% al de los títulos actuales. Este descuento permitiría al nuevo acreedor conceder condiciones de servicio más favorables a los deudores: menor interés, mayor período de gracia, rescalonamiento de los plazos.

La propuesta publicada por Richard Wejnert (1983) es parecida en sus lineamientos generales, pero difiere de la anterior en aspectos de ejecución práctica. Descarta la creación de un nuevo organismo oficial, y se propone utilizar como intermediario al Banco Mundial; no considera una reducción en el valor total de la deuda, sino una rebaja en los pagos por concepto de interés, ya que como se trata de una transformación en bonos públicos la tasa ofrecida debería ser inferior a la comercial en plaza. El autor sostiene que los bancos tendrían así la impresión de

asumir una pérdida menor, pues sería gradual, escalonada en el tiempo, y afectaría a las utilidades bancarias, no a los activos (se arguye que éstos incluso podrían aumentar de valor, al parecer más estables y seguros). El banquero Felix Rohatyn (1983), renombrado por su eficiente gestión de la crisis financiera de la ciudad de Nueva York en 1975, apeló al mismo argumento, proponiendo un plan muy semejante de conversión de la deuda bajo la égida de un organismo internacional, pero con un elemento nuevo: en las nuevas condiciones los servicios no deberían superar 25% a 30% de las exportaciones del país deudor, lo que implicaría plazos mucho más dilatados (entre 15 y 30 años), y una tasa de interés de alrededor de 6%. Además, Rohatyn insiste en liberalizar las reglamentaciones bancarias, a fin de aplazar la inscripción de las pérdidas contables por parte de los bancos, y proteger así la estabilidad de sus activos.

Por último, Bernardo Grinspun, Ministro de Economía de la Argentina, propuso que los países emitieran bonos por el monto total de su deuda (*El Mercurio*, 1984), títulos que serían transferidos al Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este organismo emitiría sus propios bonos por el mismo valor de los anteriores, pero a largo plazo, con período de gracia y tasa de interés fijos. Esos bonos se colocarían a la postre en los bancos acreedores. A medida que las naciones deudoras fueran cancelando al BID, éste procedería a pagar a los bancos acreedores.

Sólo en la propuesta de Rohatyn se describen con cierta precisión las nuevas condiciones ofrecidas a los deudores para el servicio de la deuda a su nuevo acreedor. En cambio, se plantean diversas opciones en cuanto a las condiciones ofrecidas a los bancos. La propuesta argentina parece la más general, pues no incluye ni condiciones de oferta, ni mecanismo posterior de supervisión. Los demás planes aconsejan un sistema más limitado, pero más flexible. Sus autores consideran una gestión pública de cierta entidad, pero insisten en presentar esos planes a los bancos y países deudores sólo como solución optativa, ligada a la aceptación de determinadas condiciones: los países deudores deberán aplicar políticas de ajuste interno bajo la supervisión del FMI, y los bancos aceptar una caída en el valor de sus activos.

Por otra parte, se intenta definir las modalidades prácticas del proceso de conversión. El

Profesor Kenen se preocupa de evitar que los bancos desvirtúen el proceso en su propio beneficio. Por lo tanto, favorece condiciones estrictas, precisas y no negociables, tanto con respecto al plazo de validez de la oferta como a su ámbito.<sup>21</sup> En cambio, Richard Weinert propicia una diferenciación según la rentabilidad de los préstamos, tratando así de mantener parte del endeudamiento externo en condiciones comerciales para preservar el financiamiento bancario futuro. Con el mismo propósito, la única limitación que considera es prohibir que los bancos conviertan la totalidad de sus títulos sobre un país, pues así se aislaría ese país por completo del sistema financiero comercial.

### 3. La garantía oficial colectiva

En una solución de menores proyecciones, la intervención pública se limita a una garantía oficial colectiva sobre la deuda pendiente, y las modalidades y condiciones de la repactación siguen supeditadas a las negociaciones directas entre deudores y acreedores. De este modo, las autoridades no intervienen en forma directa, sino que sólo tratan de establecer un marco más favorable para un proceso que debe seguir rigiéndose por los mecanismos del mercado.

Se han señalado dos maneras de aplicar este concepto. La primera es muy prudente, pues propone utilizar a los organismos existentes como canal de garantía, con apenas leves modificaciones en sus procedimientos. La segunda es más ambiciosa, pues esgrime la garantía como instrumento directo para reducir la tasa de interés sobre la deuda pendiente.

<sup>21</sup> El primer riesgo que señala sería que los bancos postergaran la conversión hasta que el valor real de mercado de sus títulos hubiera decaído en una proporción muy superior al descenso incluido en el plan. Por lo tanto considera necesario dar un plazo bastante corto y no prorrogable para optar por la solución descrita, después del cual perdería vigencia. Tampoco sería conveniente que los bancos limitaran la conversión sólo a las malas deudas de sus carteras, conservando así las utilidades sobre sus préstamos rentables mientras socializan sus pérdidas (es decir, las hacen asumir por la colectividad). Para que esto no ocurra, propone incluir criterios numéricos uniformes para fijar los límites del proceso (por ejemplo, la conversión debería alcanzar a un porcentaje mínimo de la cartera total del banco, sin distinción por país).

#### a) Adaptación de los mecanismos existentes

Dos economistas han desarrollado esta idea. Lord Harold Lever (1983) sugiere ampliar el campo de acción de los organismos nacionales de crédito y seguros a la exportación que existen en los países industrializados, los que según él, también deberían preocuparse de los movimientos de capitales. Propone agruparlos en un organismo central, que evaluaría, en colaboración con el FMI, el monto máximo (razonable y sostenible) de financiamiento externo que debería recibir cada país. Si se calcula ese monto con relación al déficit en cuenta corriente, se obtendrá la cifra que permita al deudor satisfacer sus necesidades de desarrollo y cumplir sus compromisos de pago. Luego, cada organismo otorgaría una garantía oficial sobre los créditos concedidos por sus bancos nacionales, siempre que el total permaneciera por debajo del tope fijado.

El banquero Minos Zombanakis (1983) sólo considera al FMI como conducto para canalizar la garantía. Propone una prórroga de los programas de ajuste (a períodos de 10 a 15 años), y la inclusión *ex officio* del Fondo en las negociaciones de restructuración (lo que está ocurriendo, pero en forma oficiosa). Como elemento novedoso incluye la garantía del Fondo para los pagos correspondientes a los últimos años del período.

Según ambos economistas, con la garantía oficial se propone establecer un cuerpo de incentivos que favorezca el funcionamiento ordenado del mercado crediticio, lo que se lograría abriendo mayores posibilidades de estabilidad al sistema.

Los deudores gozarían de plazos más amplios y podrían así introducir reformas más regulares (para no perder el beneficio de la garantía). Por su lado, los bancos seguirían con su contabilidad intacta, pues sus títulos no se convertirían realmente en bonos públicos. Sin embargo, como los títulos se asemejan a esos bonos por su viabilidad y grado de seguridad, es procedente modificar también su plazo, así como sus condiciones de servicio y refinanciamiento.

En último término, se pide una contribución de los países industrializados, que consistiría ya sea en un aumento de los recursos de los organismos de seguro a la exportación (Lever), o en líneas de créditos para un fondo central de respaldo a la garantía del FMI (Zombanakis). Sin

embargo, como en planes anteriores, esos recursos sólo se movilizarían en casos extremos. El costo del sistema sería equivalente al de la garantía de última instancia, que de todas maneras han asumido tácitamente los mismos países.

b) *Garantía sobre el pago de intereses mínimos*

La propuesta publicada por el SELA (1984) también se inclina por la garantía oficial colectiva como incentivo para que los bancos reduzcan sus tasas de interés. Sin embargo, no especifica la institucionalidad de esa garantía, la cual, según el estudio de la institución, podría corresponder a un organismo multilateral existente, a un fondo creado para ese fin, o incluso a los bancos centrales de los países industrializados. Sólo se advierte que podría resultar contraproducente la extensión de la garantía a la totalidad de los títulos bancarios sobre un país, pues no subsistiría así ninguna relación comercial.

La propuesta del SELA, en cambio, incluye modificaciones mucho más precisas, y de mayor trascendencia, con respecto a las nuevas condiciones de crédito, y sobre todo a la tasa de interés. Según los autores, no conviene fijar esta tasa con mucha antelación, ya que debe fluctuar para adaptarse a la capacidad real de pagos del país deudor, la cual depende de sus ventas externas y de la evolución de la relación de precios del intercambio.

En ningún caso debiera un país dedicar más de 20% de sus ingresos de exportación al servicio de su deuda externa, para no comprometer sus posibilidades de crecimiento y desarrollo. Por lo tanto, la tasa de interés pagada por el deudor debe calcularse todos los años, una vez que se conoce el monto exacto que el país puede destinar al servicio de su deuda.

Las fluctuaciones de la tasa tendrían un máximo (la tasa originalmente pactada) y un mínimo (la tasa necesaria para mantener la liquidez bancaria). Cuando aun con la tasa mínima, los pagos de servicios superaran el 20% de los ingresos de exportación del deudor, la diferencia sería cancelada por el organismo garante.

#### 4. *Comentarios*

En los comentarios formulados sobre estas propuestas, el principal reparo ha sido que no existe en el plano internacional un organismo con un

poder efectivo y reconocido para que pueda funcionar en forma ordenada ese sistema. Esa deficiencia crea difíciles problemas cuando se trata de decidir la magnitud aconsejable de la intervención pública. Además, cabe recordar que los bancos siguen siendo acérrimos defensores de las concepciones de libre mercado, y rechazan de plano cualquier intervención pública en su dominio. Aun un sistema optativo como el que preconizan Kenen y Weinert tendría para ellos connotaciones de nacionalización. Los planes de franca conversión incluyen pérdidas bancarias igualmente patentes, lo que no puede agradar al sector.

Todas estas propuestas provocarían, de todas maneras, graves problemas contables a los bancos. Rebajar el valor de los activos implica sufrir una pérdida, pero no es lo más preocupante, ya que se han constituido reservas contra esa eventualidad. La modificación de las condiciones crediticias tendría efectos más profundos e imprevisibles, sobre todo cuando se tratara de rebajar la tasa de interés. Hasta ahora los bancos se han mostrado aún más reacios a reducir sus utilidades que a tolerar una caída del valor de sus activos.

La importancia que atribuye tradicionalmente la banca al mantenimiento de los pagos de intereses trasunta el cuidado que tienen por no deslucir su imagen de solvencia, ni frente a sus supervisores nacionales ni frente a sus accionistas. Un descenso en la tasa de interés por debajo de la originalmente pactada obligaría a dar por vencidos los préstamos correspondientes y pondría en tela de juicio el manejo de la cartera bancaria. Sin embargo, mientras la nueva tasa permanezca mayor que el costo marginal de captación de fondos (LIBOR más un margen de funcionamiento), o igual a él, el que las entidades supervisoras de los bancos hicieran caso omiso del fenómeno bastaría para evitar tensiones extremas. En cambio, el descenso por debajo de la LIBOR podría comprometer no sólo la imagen de solvencia, sino también la liquidez de algunos bancos. En este caso sería necesaria una intervención mucho más amplia de las autoridades monetarias de los países acreedores, aunque no estuviera incluida explícitamente en las propuestas.<sup>22</sup>

<sup>22</sup>Salvo en la propuesta de Rohatyn, en que se señala la

Los planes de conversión integral de la deuda, o de profunda modificación de las condiciones de crédito a más largo plazo podrían resultar contraproducentes, al provocar una contracción aún más fuerte y duradera en el financiamiento bancario a los países en desarrollo, precisamente lo que se proponía evitar. Al mismo tiempo, cabe suponer que los organismos internacionales sufrirían un deterioro en su capacidad para colocar bonos en los mercados de capitales, pues se encontrarían sobrecargados con deudas heterogéneas y por lo tanto se empañaría su imagen de solvencia. No podrían así canalizar fácilmente recursos privados hacia el Tercer Mundo, cuyos problemas de liquidez se agravarían. Por este probable rechazo del sector privado a esos planes, según lo reconoce el propio Profesor Kenen, la conversión de la deuda en bonos públicos sólo serviría como solución en caso extremo, cuando hubiesen fracasado las demás opciones.

Las gestiones indirectas y de ámbito más restricto, como el establecimiento de una garantía

oficial, sólo representan el lado inverso de la medalla. En este caso no se teme una reacción negativa por parte de los bancos, sino su indiferencia y apatía, pues no es seguro que el aval público lograra motivar al sector bancario a otorgar las concesiones que hasta ahora ha venido rechazando. Aun si se consiguiera algún mejoramiento en las condiciones de servicio, podría resultar insuficiente como desahogo para los deudores.

Asimismo, cabe tener en cuenta la larga demora que implican la aceptación y puesta en marcha de cualquier decisión de esa índole. Causas de esa demora son los obstáculos internos de los países industrializados, en el plano institucional y político. La propuesta de Lord Lever, por favorecer abiertamente a los sectores exportadores del centro, podría contar con cierto beneplácito de la opinión pública. Pero además no puede desconocerse la imperfecta coordinación en el orden internacional, que impide la puesta en práctica de cualquiera de esas propuestas.

## V

### Conversión de la deuda pendiente por acción unilateral

#### 1. Base teórica

Esta tercera y última corriente de opinión en cuanto a la conversión de la deuda pendiente trata en gran parte de subsanar las deficiencias de las propuestas anteriores. En primer lugar, hace notar que éstas no parecen abrir posibilidades tan halagüeñas para los países deudores. Cualquiera sea el plan considerado, deben seguir pagando un elevado costo para mantener su acceso al mercado crediticio internacional, aunque

---

necesidad de contar con reglamentos contables más flexibles para proteger la confianza bancaria. No obstante, no parece tan seguro que esta colaboración de las autoridades en el orden contable logre contrarrestar el efecto desestabilizador sobre el sistema financiero que tendría el descenso a sólo 6% de la tasa de interés efectiva.

en la práctica eso no les permita conseguir un monto adecuado de financiamiento. Esos planes tampoco parecen muy propicios para los agentes. Es por ello que hasta ahora no se ha avanzado en ninguna de las propuestas examinadas, y parece poco probable que haya un vuelco en este aspecto en el futuro próximo. Permanecer así a la expectativa tiene para los deudores un altísimo costo de oportunidad en los planos económicos, social y político, sin que vislumbren cómo compensarlo con beneficios futuros. Para salir de ese atascadero, algunos economistas han propuesto una conversión unilateral de la deuda pendiente.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Esa iniciativa aunque emanara de un organismo público nacional del país deudor, no equivaldría a una interven-

A las razones de orden equitativo, social, y político interno invocadas para justificar este tipo de gestión, se agregan argumentos teóricos. La colusión implícita por el lado de la oferta llama a una colusión recíproca del lado de la demanda. Las graves deficiencias del proceso actual constituyen una justificación trascendente; Langoni destaca que deudores y acreedores se encuentran actualmente en una situación de no mercado (Langoni, 1983) mientras Devlin (1983) aduce que buena parte de las utilidades bancarias con esas condiciones equivalen a una renta monopólica. De este modo resultan ineficientes las pautas tradicionales de renegociación de la deuda. Mientras no se ofrezca otra solución, eficiente y expedita, la gestión unilateral por parte de los deudores, por conflictiva que sea, podría parecer como preferible al *statu quo*.

La forma más sencilla de acción unilateral es la moratoria, o suspensión de los pagos. Aunque varios países lo han hecho en la práctica, sería una innovación audaz hacerlo en forma abierta y razonada. Cabe destacar, sin embargo, que las propuestas de moratoria no implican un repudio de la deuda, lo que contravendría tácitas normas internacionales, con el desprestigio consiguiente para el deudor.<sup>24</sup>

Por lo tanto, se ha pensado recurrir a la moratoria no como una meta en sí, sino como un instrumento de apremio sobre los bancos, para obligarlos a ceder en su posición.<sup>25</sup>

ción pública, en el sentido teórico lato que se le da en economía. La entidad activante sería un mero participante de un mercado, sin tener sobre él ningún poder discrecional o de regulación. Asimismo, la organización de un club de deudores, propuesta ampliamente divulgada, tampoco significa una gestión colectiva en el sentido anteriormente utilizado. Más bien se podría analizar como un intento de colusión parcial entre agentes por el lado de la demanda. En todo caso las dos posiciones son unilaterales, pues no resultan de un compromiso entre las partes, ni siquiera de una decisión conjunta de una de éstas, sino de la resolución de uno o más participantes.

<sup>24</sup>Lipson señala que hasta el momento ningún país ha repudiado su deuda, ni siquiera después de un cambio radical de gobierno como ocurrió en Nicaragua en 1979 (Lipson, 1981).

<sup>25</sup>En el Brasil fue donde más se consideró la posibilidad de moratoria y varios economistas y hombres políticos han abogado por este tipo de iniciativa (Furtado, 1983).

## 2. Conversión integral de la deuda en bonos

En la propuesta de conversión de la deuda en bonos del país deudor se formuló una sugerencia más detallada de gestión unilateral. El plan más famoso, presentado por Dornbusch (1983) para el Brasil, propone que el Banco Central emita bonos para cubrir la deuda externa del país, en las condiciones siguientes: un plazo superior a 15 años, un período de gracia de 5 años, y una tasa de interés de 2% en términos reales. Según este economista, esa medida sería altamente ventajosa a corto plazo para los deudores. En primer lugar se alargarían el plazo y el período de gracia implícito y ampliado para los pagos de amortizaciones (que se prorrogan hasta el final del período). Esta simplificación del proceso de refinanciación, además de proporcionar el desahogo financiero de corto plazo tan necesario, permitiría impartir mayor estabilidad a la situación de pagos externos, y ampliar las perspectivas de la política económica.<sup>26</sup>

Los partidarios del plan suponen, además, que los bancos quedarán satisfechos, ya que sus utilidades también lograrán una mayor estabilidad. Dornbusch considera que su plan concede una gran prima al sector bancario, pues la tasa de 2% es superior a la tasa real de los bonos del gobierno estadounidense en el período 1930-1980.<sup>27</sup>

## 3. Comentario

Los reparos que han merecido estas propuestas se han centrado en sus aspectos conflictivos, y las probables tensiones que generarían a corto plazo. Se ha hecho hincapié sobre todo en las repre-

<sup>26</sup>El uso de tasas de interés fijas contribuye también a la estabilidad de la situación de pagos. En cambio, las tasas definidas en términos reales son una ventaja para los bancos, y en general para el sistema financiero en su conjunto. Cabe suponer que las altas tasas actuales contienen una prima por incertidumbre con respecto a las condiciones macroeconómicas mundiales futuras. Ofrecer una tasa real permite entonces eliminar esta prima, y podría contribuir a una baja en la tasa nominal, con un impacto estabilizador sobre los mercados de capitales.

<sup>27</sup>El beneficio bancario sería incluso mayor en períodos de aceleración de la inflación, cuando las tasas comerciales reales *ex post* resulten negativas.

salidas legales de los bancos contra los países, con el posible embargo de activos nacionales y la suspensión inmediata de cualquier intermediación bancaria, lo cual comprometería incluso las operaciones comerciales básicas. Sin embargo, esas posibilidades no son cuantificables, pues no hay disposiciones precisas de derecho internacional ni precedentes en la materia. Cabe suponer que más bien influirían consideraciones diplomáticas y estratégicas, con lo cual las repercusiones dependerán más bien de la política internacional.

En el plano de la economía se destaca el efecto contable de ese plan sobre los bancos; la transformación de préstamos comerciales en bonos afectaría el equilibrio de su cartera. Al ser los bonos negociables, podrán producirse pérdidas con respecto a sus activos, mientras el cambio en las condiciones de servicio podría traducirse en el reordenamiento de la cartera, dándose por vencidos algunos créditos. Este plan tendría entonces el mismo efecto desestabilizador sobre el sis-

tema financiero que algunas de las propuestas antes examinadas. En este caso, la amplitud de la crisis dependería del número de países afectados, y del volumen de su deuda con relación a los activos totales de los bancos interesados.

Por último, el plan podría suponer un costo elevado a largo plazo para los deudores, por efecto de una rebaja radical del financiamiento bancario futuro. Los bancos han mostrado ya memoria de elefante en lo que se refiere a sus pérdidas contables. Un conflicto abierto entre ellos y algunos deudores presumiblemente dejaría huellas profundas y perdurables, y habría que esperar mucho tiempo antes de reanudar las relaciones crediticias entre el sector privado internacional y los países en desarrollo. Para lograr una apreciación más exacta de las repercusiones que tendría la conversión unilateral habría que volver a evaluar a fondo la estrategia de desarrollo, y el papel que se atribuye al endeudamiento externo de ese proceso.

## VI

### Conclusiones

Después de examinar propuestas tan numerosas y heterogéneas, salta a la vista que ninguna es la solución ideal. Podría incluso aseverarse que no hay tal solución ideal, pues el número de participantes y la diversidad de los intereses en juego transforman la crisis del endeudamiento externo en intrincada maraña.

Si bien es cierto que tener conciencia de este hecho no justifica mantener la situación actual, no lo es menos que establece algunas limitaciones para el futuro. En primer lugar, en esas circunstancias no basta la racionalidad económica tradicional. Los desequilibrios actuales no se corregirán por sí solos. Los razonamientos académicos podrían apuntar a resultados deseables y sobre ellos no sería difícil lograr un acuerdo: otorgar a los deudores un alivio a corto plazo y un financiamiento adecuado para no obstaculizar su proceso de desarrollo, manteniendo la liquidez bancaria y la estabilidad del sistema financiero. Pero el análisis económico ya no proporciona instru-

mentos eficientes para el logro de esas metas. Esos instrumentos dependen de las relaciones de poder entre los participantes, y por lo tanto difícilmente podrán cuantificarse y formalizarse en una propuesta. Todos los planes analizados tienen una deficiencia en común: no se aprecia de dónde vendrá el impulso para ponerlos en marcha.

Esto es tanto más valedero para la gestión multilateral, que ofrecería, sin embargo, mayor posibilidad de establecer un compromiso viable. Con todo, dos de los grupos participantes (bancos y países acreedores) obtienen beneficios suficientes de los procesos actuales como para preferir el *statu quo*. Es pues a los deudores a quienes corresponde impulsar el movimiento.

Al principio estos países mostraron una actitud más bien pasiva, y no aprovecharon plenamente el poder de negociación que podrían haber tenido al actuar en conjunto. Al estar afectadas por tensiones económicas y sociales internas



cada vez más agudas, las naciones deudoras han ido adoptando, poco a poco, una posición más activa, con miras a impartir flexibilidad al proceso y rebajar los costos de la renegociación. En ese proceso fue evidente el aporte de las reuniones internacionales y regionales organizadas sobre el tema. El texto publicado al cierre de la Conferencia Económica Latinoamericana, en enero de 1984, representó un paso importante, pues sin dejar de reconocer la especificidad de los casos nacionales, definió criterios comunes para orientar los procesos de repactación de cada país.

La declaración final de la reunión de Cartagena, firmada por once países latinoamericanos (junio de 1984) marcó un nuevo avance en la misma dirección. En ese documento se afirmó la creciente convergencia entre los países de la región, al proponerse lineamientos precisos sobre las políticas de restructuración de la deuda y el financiamiento externo. Asimismo se dio a cono-

cer la creación de un mecanismo de consulta y seguimiento que facilitaría la toma de nuevas medidas si se consideraran necesarias.

De este modo se propende a aumentar el poder de negociación de cada país, y en cierta medida se han logrado resultados prácticos.

Las renegociaciones llevadas a cabo últimamente se han hecho a base de condiciones crediticias un poco más favorables que las de los acuerdos anteriores. A pesar de todo, hay que recalcar que para los países deudores estas nuevas condiciones siguen siendo onerosas y su acceso al financiamiento externo muy restringido. Por ello es necesario seguir con el mismo rumbo por la vía de la cooperación regional. Y aunque parezca razonable evitar con una actitud prudente trastornos futuros, no debe olvidarse el costo diario para el Tercer Mundo de los procesos de renegociación actuales.

#### Anexo

### SINTESIS DE LAS PROPUESTAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA PENDIENTE

	Conversión en forma parcial	Conversión integral
<i>A través de mecanismos de mercado</i>	Creación de un mercado secundario.	<i>N. Bailey:</i> conversión en un instrumento financiero cuya amortización está ligada a los ingresos anuales en divisas del país deudor. <i>A. Meltzer:</i> conversión en acciones sobre la propiedad de las empresas públicas del deudor.
<i>A través de una gestión pública multilateral</i>	Otorgamiento de una garantía colectiva oficial sobre los préstamos: <i>Lever:</i> los organismos nacionales de crédito a las exportaciones aseguran los préstamos mientras el deudor no exceda el máximo de endeudamiento fijado para él por el FMI. <i>Zombanakis:</i> el FMI amplía a más de 10 años el plazo de sus programas de ajuste y otorga su garantía sobre los pagos de servicios para los últimos años. <i>SELA:</i> los países dedican un máximo de 20% de sus ingresos de exportación al servicio de su deuda, mientras una entidad internacional garantiza el pago de una tasa de interés mínima a los acreedores.	Conversión en bonos públicos internacionales, de largo plazo y con nuevas condiciones de servicio: <i>Kenen:</i> descuento de 10% en el valor del préstamo. <i>Weinert:</i> tasa de interés menor. <i>Rohatyn:</i> se determinan nuevas condiciones de tal modo que el servicio no represente más de 25% a 30% de los ingresos por exportaciones del deudor. <i>Propuesta argentina:</i> período de gracia y tasa de interés fija.
<i>A través de una acción unilateral</i>	<i>C. Furtado:</i> Moratoria por el período de ajuste.	<i>R. Dornbusch:</i> conversión en bonos públicos del país deudor, con 15 años de plazo, una tasa de interés de 2% real y un período de gracia de 5 años.

## Bibliografía

- Avramovic, Dragoslav (1983): The debt problem of developing countries at end-1982. *Aussenwirtschaft*. Marzo, pp. 75 a 79.
- Bailey, Norman, David Luft y Roger Robinson (1983): *Exchange participation notes: an approach to the international financial crisis*. Washington D.C.: Georgetown University, Center for Strategic and International Studies, *csis Significant issues series*, vol. v N° 1.
- Bolin, William H. y Jorge del Canto (1983): LDC debt: beyond crisis management. *Foreign affairs*, vol. 61, N° 5, pp. 1099 a 1112.
- Brimelow, Peter (1983): Why the US shouldn't fill the IMF's till. *Fortune*. 14 de noviembre, pp. 58 a 60.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina) (1984 a): *La economía de América Latina en 1982: evolución general, política cambiaria y renegociación de la deuda externa*, Cuadernos de la CEPAL N° 47. Santiago de Chile.
- (1984 b): *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa (E/CEPAL/ SES 20/G17)*. Santiago de Chile.
- Cline, William (1983): *International debt and the stability of the world economy*. Policy analyses in international economics N° 4, Institute for International Economics.
- Conferencia Económica Latinoamericana (1984): Declaración de Quito y Plan de acción. *Revista de la CEPAL* N° 22. Santiago de Chile, abril, pp. 39 a 52.
- Devlin, Robert (1980): *Los bancos transnacionales y el financiamiento de América Latina: la experiencia del Perú, 1965-1976*. (E/CEPAL/G. 1124). Santiago de Chile.
- (1983): Renegociación de la deuda latinoamericana: un análisis del poder monopólico de la banca. *Revista de la CEPAL*, N° 20. Santiago de Chile, agosto, pp. 103 a 114.
- (1984): La carga de la deuda y la crisis: ¿se deberá llegar a la solución unilateral? *Revista de la CEPAL* N° 22. Santiago de Chile, abril, pp. 107 a 121.
- Dhar, Sanjay (1983): US trade with Latin America: consequences of financing constraints. *Federal Reserve Bank of New York quarterly review*, tercer trimestre, p. 17.
- Dornbusch, Rudiger (1983): *A stabilization program for Brazil*. Septiembre. (Mimeografiado).
- The economist* (1983): A debt partnership. Londres, 2 de abril, p. 13.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1983): El problema de la deuda externa en América Latina: tendencia y perspectivas en 1983. *Integración latinoamericana* N° 83. Buenos Aires, septiembre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1983): Conferencia Sturc: Robert Roosa propone una ampliación de la función del Fondo y el Banco. *Boletín del FMI*, Washington D.C., 12 de diciembre, p. 374.
- (1984): El Director Gerente aclara las políticas del Fondo relativas al ajuste y al financiamiento. *Boletín del FMI*, Washington D.C., 16 de enero, pp. 1 a 6.
- Furtado, Celso (1983): *Não a recessão e ao desemprego*. Rio de Janeiro: Editorial Paz e Terra.
- Ground, Richard Lynn (1984): Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional. *Revista de la CEPAL* N° 23. Santiago de Chile, agosto, pp. 47 a 84.
- Kenen, Peter B. (1983): A bailout for the banks. *New York Times*, 6 de marzo.
- Kuczynski, Pedro Pablo (1983): Latin American debt: act two. *Foreign affairs*, vol. 62, N° 1, tercer trimestre, pp. 118 a 138.
- Langoni, Carlos (1983): The way out of the country debt crisis. *Euromoney*, octubre, pp. 20 a 26.
- Lever, Harold (1983): The international debt threat: a concerted way out. *The economist*. Londres, 9 de julio, pp. 18 a 20.
- Lipson, Charles (1981): The international organization of Third World debt. *International organization*, vol. 35 N° 4, tercer trimestre, pp. 603 a 630.
- Massad, Carlos (1983): La deuda externa y los problemas financieros de América Latina. *Revista de la CEPAL* N° 20. Santiago de Chile, agosto, pp. 153 a 167.
- Massad, Carlos y Roberto Zhaler (1984): El proceso de ajuste en los años ochenta: la necesidad de un enfoque global. *Revista de la CEPAL* N° 23. Santiago de Chile, agosto, pp. 85 a 109.
- Meltzer, Allan H. (1983): A way to defuse the world debt bomb. *Fortune*, 28 de noviembre, pp. 137 a 139.
- El Mercurio* (1984): ¿Cómo reestructurar la deuda de América Latina? Santiago de Chile, 30 de marzo.
- México, Gobierno de (1983): *Facilidad para el financiamiento del déficit de balanza de pagos provocado por alza en las tasas de interés*, agosto (Mimeografiado).
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (1983): *Economic outlook*, diciembre.
- Rohatyn, Félix G. (1983): A plan for stretching out global debt. *Business week*, 28 de febrero, pp. 15 a 18.
- SELA (Sistema Económico Latinoamericano) (1984): *Renegotiation of Latin America's external debt: proposals for the implementation of the Quito Declaration and Plan of Action*.
- Spero, Joan Edelman (1980): *The failure of the Franklin National Bank*. Nueva York: Columbia University Press.
- Sunkel, Osvaldo (1984): Pasado, presente y futuro de la crisis actual. *Revista de la CEPAL* N° 22. Santiago de Chile, abril, pp. 81 a 106.
- Weinert, Richard (1983): Banks and bankruptcy. *Foreign policy* N° 50, segundo trimestre, pp. 138 a 149.
- World Financial Markets* (1982): Blueprint for reconstruction. Octubre.
- Wyss, David y Ron Napier (1983): The world debt crisis and the US economy. *Data resources US review*. Septiembre, pp. 1.24 a 1.29.
- Zombanakis, Mimos (1983): The international debt threat: a way to avoid a crash. *The economist*. Londres, 30 de abril, pp. 11 a 14.