

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Norberto González

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

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

Director de la Revista
Raúl Prebisch

Secretario Técnico
Adolfo Gurrieri

Secretaria Adjunta
Rosa Nielsen



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1985

SUMARIO

Política exterior y negociación financiera internacional: la deuda externa y el Consenso de Cartagena. <i>Jorge Eduardo Navarrete</i>	7
Deuda externa: ¿por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio? <i>Guillermo O'Donnell</i>	27
Deuda externa y crisis: el ocaso de la gestión ortodoxa. <i>Robert Devlin</i>	35
La deuda externa de los países latinoamericanos. <i>Raúl Prebisch</i>	55
América Latina y la integración: opciones frente a la crisis. <i>Guillermo Maldonado Lince</i>	57
Comercio y equilibrio entre los países de la ALADI. <i>Jorge Torres Zorrilla y Eduardo Gana</i>	73
Un ataque en dos frentes a la crisis de pagos de los países en desarrollo. <i>Fabio R. Fiallo</i>	83
Las fallas del mercado de capitales. <i>Eduardo Sarmiento P.</i>	103
La agricultura de América Latina: transformaciones, tendencias y lineamientos de estrategia. <i>División Agrícola Conjunta CEPAL/FAO</i>	125
El papel de las empresas pequeñas y medianas en el mejoramiento de la estructura productiva de los países en desarrollo. <i>Carlo Secchi</i>	139
25 años del Banco Interamericano de Desarrollo. <i>Felipe Herrera</i>	151
Algunas intervenciones realizadas en la Reunión de Expertos sobre Crisis y Desarrollo de América Latina y el Caribe (Santiago de Chile, 29 de abril al 3 de mayo de 1985)	161

Deuda externa y crisis: el ocaso de la gestión ortodoxa

*Robert Devlin**

Este trabajo presenta una visión general de las reprogramaciones de las deudas latinoamericanas con la banca privada durante el período 1982-1985. El acentuado deterioro en las condiciones del endeudamiento experimentado por los deudores en la primera ronda de negociaciones de 1982-1983, ha cedido el paso gradualmente a condiciones más favorables, sobre todo en las reprogramaciones más recientes de 1984-1985. Los acreedores utilizan conceptos de mercado para explicar este fenómeno: las condiciones más favorables constituyen un premio por el buen comportamiento y por la disminución consiguiente del riesgo.

El presente análisis desarrolla otro marco conceptual para interpretar los hechos, basado en la noción de un monopolio bilateral. Según este planteamiento, la evolución favorable de las condiciones de reprogramación se debió no tanto a algún cambio fundamental objetivo en la imagen de solvencia de los prestatarios, cuanto a su mayor poder negociador, lo que les permitió captar las rentas monopolistas percibidas por los bancos en las rondas iniciales de negociación. El estudio analiza entonces el debate Norte-Sur en torno a la gran transferencia de recursos de la región hacia los bancos acreedores, y concluye que ésta no puede justificarse con los criterios convencionales de la teoría económica. Por último, en el marco del monopolio bilateral, el trabajo sugiere diversas opciones que permitirían a los países reducir la transferencia hacia los bancos y, por consiguiente, dar mayor apoyo a su propio crecimiento y desarrollo.

*Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

Una versión más extensa de este trabajo fue elaborado para la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN) durante la estancia del autor como Investigador Visitante en el Programa de Investigaciones sobre Economía y Relaciones Internacionales de esa institución que cuenta con el apoyo de la Fundación Ford. El autor agradece los comentarios de José De Gregorio, Enrique de la Piedra, Ricardo Ffrench-Davis, Adolfo Gurrieri, Manuel Marfán, Oscar Muñoz y Joseph Ramos. Guillermo Mundt le otorgó valiosa asistencia estadística.

I

La reprogramación de la deuda: las tres primeras rondas

Las múltiples reprogramaciones de la deuda en América Latina en los años recientes han seguido un curso bien definido. En la primera ronda, que comenzó en agosto de 1982, los países deudores reprogramaron obligaciones que vencían en un plazo de 12 a 36 meses. Asimismo, para un gran número de países, los bancos acordaron otorgar nuevos créditos para 1983, lo que representaba una expansión *ex ante* de alrededor de un 7% de la cartera de préstamos de los acreedores (cuadro 1).¹ El costo negociado de este ejercicio —definido en términos amplios para incluir el margen sobre la LIBOR, el plazo de amortización y las comisiones— era extremadamente alto. En general, los países debieron pagar un margen superior al 2%, obtuvieron plazos de amortización de sólo 6 a 8 años, y afrontaron comisiones fijas de 1.25% o más (cuadro 2). En comparación con las condiciones crediticias negociadas por los mismos países en el mercado de eurodivisas antes de la irrupción de la crisis, las condiciones de reprogramación representaban un serio revés. En efecto, utilizando un índice compuesto construido sobre la base de los márgenes de la LIBOR, el plazo de amortización y las comisiones, se estima que la mayoría de los deudores sufrió un deterioro en el costo negociado del crédito de entre 100% y 250% (cuadro 3).

La primera ronda de reprogramaciones fue seguida casi de inmediato por otra en 1983-1984, para rescalonar los vencimientos para 1984 de algunos países y para determinar el monto de nuevos recursos que los bancos prestarían para ese año. Si bien seguían siendo relativamente severas las condiciones impuestas a las transacciones, eran algo mejores que las negociadas en las reprogramaciones de la primera ronda. En general, los márgenes eran de 0.3 a 0.5 puntos porcentuales más bajos, los plazos de amortización se ampliaron en 1 ó 2 años y las comisiones llegaron a niveles inferiores al 1% (cuadro 2). En

¹La cifra de 7% fue lograda por acuerdo general del FMI (CEPAL, 1984a, p. 56).

Cuadro 1
 AMERICA LATINA: LA REPROGRAMACION DE LA DEUDA BANCARIA 1982-1985*
 (Millones de dólares)

Países	Primera ronda 1982/1983			Segunda ronda 1983/1984			Tercera ronda 1984/1985		
	Vencimientos		Nuevos créditos	Vencimientos		Nuevos créditos	Vencimientos ^b		Nuevos créditos
	Monto	Años	Monto	Monto	Años	Monto	Monto	Años	Monto
Argentina	13 000 ^c	Sept. 82-83 ^c	1 500 ^c	—	—	—	13 400	82-85	4 200
Brasil	4 800	83	4 400	5 400	84	6 500	...	...	...
Costa Rica	650	82-84	225	—	—	—	280	85-86	75
Cuba	150	Sept. 82-83	—	103	84	—	94	85	—
Chile	3 424	83-84	1 300	—	—	780	5 932	85-87	714; 371 ^d
Ecuador	1 970	Nov. 82-83	431	900	84	—	4 811	85-89	200
Honduras	121	82-84	—	—	—	—	220	85-86	—
México	23 700	Ago. 82-84	5 000	12 000 ^e	82-84	3 800	48 700	85-90	—
Panamá	180	83	100	—	—	—	603	85-86	60
Perú	400	83	450	662	84-jul. 85	—	...	...	...
República Dominicana	56 ^c	82-83 ^c	—	—	—	—	868	82-85	—
Uruguay	630	83-84	240	—	—	—	...	...	...
Venezuela	—	—	—	—	—	—	21 200	83-88	—

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

* Se trata del valor de las amortizaciones reprogramadas y los años a que corresponden, además de los nuevos créditos otorgados por la banca como parte integral de esa restructuración. El cuadro no incluye información sobre el mantenimiento de líneas de crédito de corto plazo y los créditos de enlace autorizados por la Tesorería de Estados Unidos, el Banco de Pagos Internacionales, etc.

^b En algunos casos incorporan vencimientos ya reprogramados en 1982/1983.

^c El acuerdo nunca fue firmado y los vencimientos se incorporaron al nuevo acuerdo de 1984/1985.

^d Los valores corresponden a 1985 y 1986, respectivamente. Incluyen 150 millones de dólares avalados por el Banco Mundial.

^e Obligaciones del sector privado.

Cuadro 2
AMERICA LATINA: LAS CONDICIONES DE LA REPROGRAMACION DE LA DEUDA BANCARIA*

Países	Primera ronda 1982/1983			Segunda ronda 1983/1984			Tercera ronda 1984/1985		
	M	P	C	M	P	C	M	P	C
Argentina	2.16 ^b	6.8 ^b	1.25 ^b	—	—	—	1.44	11.5	0.15
Brasil	2.32	8.0	1.50	2.00	9.0	1.00	...	...	...
Costa Rica	2.25	8.0	1.00	—	—	—	1.65	9.5	1.0
Cuba	2.25	7.0	1.25	1.88	9.0	0.88	...	...	...
Chile	2.16	7.0	1.25	1.75	9.0	0.63	1.42	12.0	0.08
Ecuador	2.28	6.7	1.25	1.75	9.0	0.88	1.39	11.9	—
Honduras	2.38	7.0	1.38	—	—	—	1.58	11.0	0.88
México	1.95	7.6	1.05	1.50	10.0	0.63	1.13	14.0	—
Panamá	2.25	6.0	1.50	—	—	—	1.40	11.7	0.50
Perú	2.25	8.0	1.25	1.75 ^c	9.0 ^c	0.75 ^c	...	...	...
República Dominicana	2.25 ^b	6.0 ^b	1.25 ^b	—	—	—	...	...	...
Uruguay	2.25	6.0	1.41	—	—	—	...	...	...
Venezuela	—	—	—	—	—	—	1.13	12.5	—

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

* No se consideran los créditos de corto plazo. Los símbolos son:

M = margen sobre la LIBOR;

P = plazo total (en años) de amortización; y

C = comisiones fijas expresadas como porcentaje del valor total del crédito.

Cada columna representa las condiciones acordadas con la banca para los vencimientos reprogramados y los créditos nuevos. En los casos en que un país negociaba en una ronda tanto un rescalonamiento de vencimientos como la concesión de nuevos recursos, la cifra representa un promedio ponderado de ambas transacciones. Para información más detallada de estos ejercicios crediticios, véanse CEPAL (1984b), cuadros 15 y 16; y CEPAL (1985), pp. 67 a 72.

^b Este acuerdo nunca entró en vigencia. Los vencimientos correspondientes fueron incorporados en el convenio que formó parte de la tercera ronda.

^c Este convenio está en suspenso.

cuanto al volumen de nuevos créditos otorgados por los bancos para 1984, en su mayoría eran por un valor menor con respecto a los préstamos autorizados para el año anterior (cuadro 1).²

Al poco tiempo de haber finalizado la segunda ronda de reprogramaciones, los países se reunieron de nuevo para discutir la restructuración de vencimientos de 1985 en adelante. En esta tercera ronda, que continuaba realizándose durante 1985, se pudo observar un nuevo mejoramiento —y ahora muy marcado— en el costo negociado del crédito. Los márgenes sobre la LIBOR continuaron la tendencia descendente apreciada en la segunda ronda; los plazos de

amortización se extendieron (10 a 14 años), y las comisiones fueron reducidas bruscamente y llegaron hasta cero en los casos de Ecuador, México y Venezuela (cuadro 2). En efecto, es evidente que las condiciones de crédito logradas en la tercera ronda, consideradas en su conjunto, eran algo mejores que las obtenidas en el mercado de eurodivisas anterior a la crisis (cuadro 3). Ese resultado se facilitó además por la voluntad de los acreedores de extender el horizonte de rescalonamiento de los vencimientos desde un máximo de 2 a 3 años, a un plazo de 3 a 6 años.³ Por otra parte, los bancos evidentemente se han

²El nuevo conjunto de préstamos para Brasil fue mayor que el de 1983, pero este aumento tenía por finalidad compensar al país por la pérdida sufrida en las líneas de crédito de corto plazo durante 1982 y 1983.

³Otras innovaciones fueron la opción ofrecida al prestatario para transferir sus préstamos de la tasa Prime a la tasa de referencia LIBOR más baja, y de incorporar la deuda reprogramada en la primera ronda a las condiciones más favorables de la tercera.

Cuadro 3
**AMERICA LATINA: LAS CONDICIONES DE ENDEUDAMIENTO
 CON LA BANCA PRIVADA^{ab}**
(Índice: 1980-1981=100)

País	Del mercado crédito	Las reprogramaciones de la deuda		
	1980-jun./1981	Primera ronda 1982/1983	Segunda ronda 1983/1984	Tercera ronda 1984/1985
Argentina	100	317	—	116
Brasil	100	144	108	...
Costa Rica	100	133	—	83 ^c
Cuba	100	148	93 ^c	...
Chile	100	250	151	89 ^c
Ecuador	100	342	191	109
Honduras	100	153	—	63 ^c
México	100	281	160	83 ^c
Panamá	100	274	—	81 ^c
Perú	100	197	133	...
República Dominicana	100	235	—	...
Uruguay	100	349	—	...
Venezuela	100	—	—	68 ^c

Fuente: Devlin (1983), p. 108; CEPAL (1985), pp. 67 a 69 y datos proporcionados por la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

^a Basado en un índice de los elementos del costo de crédito sujetos a la renegociación. La fórmula utilizada es la siguiente:

$$\frac{\frac{C_1}{P_1} + M_1}{\frac{C_0}{P_0} + M_0} - 1$$

donde: C = comisiones; P = plazo de amortización y M = margen sobre la LIBOR y en que el subíndice 1 se refiere a las condiciones existentes en las respectivas rondas de reprogramaciones y el subíndice 0 a las que se presentaron en el mercado crédito normal de 1980-junio 81. Todos los elementos de la fórmula se refieren a la deuda reprogramada y a los nuevos créditos y están ponderados por el monto de crédito. Nótese que en el deterioro relativo influye poderosamente la posición inicial del prestatario con respecto a los márgenes, plazos y comisiones contratados en el mercado entre 1980 y junio de 1981.

^b En las reprogramaciones el Estado a menudo tuvo que ofrecer su aval a la deuda del sector privado que anteriormente no llevó tal garantía. Este deterioro no está incorporado en el índice.

^c Mejoramiento.

puesto más restrictivos con los créditos nuevos, ya que éstos fueron mucho más escasos en la tercera ronda (cuadro 1).⁴

En estas tres rondas de reprogramación, la banca privada ha acometido la restructuración de deudas más masiva de toda la historia de las finanzas modernas. Además, los bancos tuvieron

buen cuidado de velar por sus propios intereses al incorporar créditos nuevos en los ejercicios de reprogramación, a lo que tradicionalmente se habían resistido.⁵ Sin embargo, aun con el alivio de la deuda, los países prestatarios no han logrado evitar serios trastornos para su crecimiento y desarrollo económico. Tal vez la estadística que mejor resume la difícil situación que vive la re-

⁴ Algunos países no solicitaron nuevos créditos, en parte por el deseo de mejorar su imagen de solvencia con el fin de retornar al mercado de crédito autónomo.

⁵ El tema de los nuevos créditos en los conjuntos de reprogramación es abordado en mayor detalle más adelante.

gión es el ingreso per cápita: en 1984 era inferior en 9% al registrado en 1980, siendo que el promedio oculta situaciones aun peores para algunos países (CEPAL, 1984b, cuadro 1). Asimismo, pese a la evidente relajación de las condiciones negociadas en la tercera ronda de reprogramación, las perspectivas de crecimiento de la región son bastante poco halagüeñas. En efecto, hasta los observadores más optimistas reconocen que el decenio de 1980 será una década perdida para América Latina, y auguran un ingreso per cápita en 1990 que en el mejor de los casos será sólo levemente superior al de 1980 (Cline, 1984a, p. 195). Con supuestos menos favorables, ni siquiera podría preverse la recuperación del nivel de ingresos de 1980.

El meollo del asunto está en el hecho de que, aun después del alivio de la deuda (que incluyó los nuevos créditos), América Latina continuará realizando enormes transferencias de recursos financieros hacia los países acreedores. El cuadro 4 muestra que el saldo neto entre la entrada de nuevos capitales y la salida de recursos por

concepto de servicios de factores (que en su casi totalidad corresponden a pagos de intereses) fue muy negativo en 1982-1984, con una transferencia hacia el exterior que fluctuaba entre el equivalente al 18% y el 30% de las exportaciones de bienes y servicios de la región. La transferencia de recursos fue posible gracias a la rápida transformación, en los países deudores, de un déficit comercial en importantes excedentes. Sin embargo, éstos se lograron casi enteramente por efecto de la contracción de las importaciones latinoamericanas, cuyo valor descendió casi en 40% en el curso de esos tres años. Con esta brusca reducción de las compras en el exterior, fue inevitable el colapso de la actividad económica y la caída del producto interno bruto en términos absolutos.

¿A qué se debieron las grandes transferencias que desencadenó esta negativa secuencia de sucesos? Estas obedecen a tasas mundiales de interés sin precedentes con una tasa LIBOR media entre 10% y 13%; costos negociados (márgenes, plazos de amortización, comisiones) nunca antes

Cuadro 4
AMERICA LATINA: INGRESO NETO DE CAPITALES Y TRANSFERENCIAS DE RECURSOS

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	Entrada efectiva neta de capitales ^a	Transacciones no registradas ^b	Entrada neta de capitales	Pagos netos de utilidades e intereses	Transferencias de recursos		Transferencias en % de las exportaciones (x)	
					(1-4)	(3-4)	5/x	6/x
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1970	3.8	0.1	3.9	2.8	1.0	1.1	5.9	6.5
1971	4.5	- 0.2	4.7	3.0	1.5	1.7	8.5	9.6
1972	6.0	1.0	7.0	3.1	2.9	3.9	14.1	19.0
1973	8.5	- 0.7	7.8	4.2	4.3	3.6	14.9	12.5
1974	12.7	- 1.3	11.4	5.0	7.7	6.4	17.7	14.7
1975	16.0	- 1.8	14.2	5.5	10.5	8.7	25.5	21.2
1976	18.9	- 0.7	18.2	6.8	12.1	11.4	25.6	24.1
1977	15.4	1.6	17.0	8.2	7.2	8.8	12.9	15.7
1978	24.4	1.7	26.1	10.2	14.2	15.9	23.1	25.9
1979	26.9	1.7	28.6	13.6	13.3	15.0	16.2	18.3
1980	35.5	- 5.5	30.0	18.0	17.5	12.0	16.5	11.3
1981	48.3	-10.6	37.7	27.7	20.6	10.0	18.1	8.8
1982	30.0	-10.8	19.2	37.6	- 7.6	-18.4	- 7.3	-18.1
1983	11.1	- 6.7	4.4	34.5	-23.4	-30.1	-23.3	-30.0
1984 ^c	...	...	10.6	37.3	...	-26.7	...	-23.8

Fuente: CEPAL (1984a), p. 11; CEPAL (1984b), cuadro 12 y datos proporcionados por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^a Equivale a la entrada neta de capitales menos transacciones no registradas.

^b Corresponde a la partida de errores y omisiones del balance de pagos.

^c Cifras preliminares.

vistos sobre las deudas reprogramadas y los nuevos préstamos; y una caída masiva en la afluencia de capitales netos, que durante el decenio de 1970 había sido más que suficiente para cubrir el déficit de los servicios de factores. Este último fenómeno se debió a la renuencia de la banca privada, después de 1982, a otorgar nuevos préstamos a los países latinoamericanos y a la considerable fuga de capitales pertenecientes a agentes económicos privados.⁶

La deuda y el problema de la transferencia de recursos seguramente condicionarán la polí-

tica de desarrollo de América Latina en los próximos años. A falta de una solución pública internacional que alivie la carga financiera de estos países,⁷ la región seguirá negociando continuamente con sus bancos privados, mientras los países buscan nuevas fórmulas que les permitan minimizar los pagos y liberar recursos para la inversión y el crecimiento. En estas circunstancias es importante examinar las opciones que se abren a los deudores, estableciendo primero el marco de referencia en el cual se encuadran las negociaciones.

II

El marco de referencia para las negociaciones entre acreedores y deudores⁸

1. ¿Están operando las fuerzas del mercado?

Al evaluar sus propias políticas con respecto a la reprogramación de la deuda, los banqueros frecuentemente echan mano de los conceptos del mercado. Esto es muy evidente en sus argumentos con respecto al precio en los ejercicios de reprogramación. Por ejemplo en la primera ronda de reprogramación los acreedores emplearon uno o más de los siguientes argumentos para justificar el alza abrupta en el precio negociado del crédito.

Elasticidades de precio. Se alegaba que el mayor precio provocaría el refinanciamiento de la amortización y la extensión del crédito neto. Como decían Gasser y Roberts (1982, p. 27) "evidentemente mientras más atractivas sean las condiciones de la deuda restructurada o reprogramada, tanto mejor voluntad tendrán los bancos para participar y será más probable una reanudación en un plazo razonable de la actividad crediticia".

El riesgo. Otro argumento que se esgrimía frecuentemente para explicar el precio más alto del crédito era el mayor riesgo que suponía ex-

tender el vencimiento más allá de las fechas pactadas originalmente, es decir, el mayor precio compensaba el mayor riesgo.

El peligro moral. Tomando sus ejemplos de la bibliografía sobre los seguros de salud, algunos argumentaban que se necesitaba un precio más alto para que los deudores tuvieran un desincentivo en la aplicación de políticas que pudieran llevar a la necesidad de una reprogramación.⁹ En otras palabras, había que penalizar a los deudores para que no cayeran en la tentación de asumir comportamientos que llevaran a reiterados problemas de pago.

Todos los argumentos anteriores se orientan

⁷Para un resumen analítico de las distintas propuestas para resolver la crisis de la deuda, véase Guerguil (1984).

⁸Esta sección es una síntesis de un análisis más extenso y teórico que aparece en Devlin (1985). El mismo artículo contiene la documentación de apoyo y el material bibliográfico. Este artículo de 1985 es una elaboración de artículos anteriores del mismo autor (1984 y 1983a).

⁹En la bibliografía sobre seguro médico se señala que la forma en que se comporta el cliente influye en la necesidad de estos servicios. Después de pagar la prima, el costo del cuidado médico es cero. Esto podría inducir a un agente económico a comportarse en forma en que consumiría mayor cantidad de servicios de salud que si hubiera un costo marginal positivo. Así, para evitar un peligro moral, la mayoría de las compañías de seguro exigen que sus asegurados paguen un descuento sobre cada reclamación.

⁶Una idea burda del efecto de la fuga de capitales la da la columna 2 del cuadro 4, derivada de la partida de "errores y omisiones" de la balanza de pagos.

al mercado y en una u otra forma suponen que la curva de la oferta se desplazaba hacia arriba y hacia la izquierda en la primera rueda de reprogramación con lo cual se encarecía el crédito. El mejoramiento de las condiciones en la segunda rueda de reprogramación lo justificaban los banqueros arguyendo que los deudores se habían comportado bien en el proceso de ajuste lo que reducía los riesgos y el peligro moral; en otras palabras la curva de la oferta empezaba a desplazarse hacia abajo y hacia la derecha nuevamente. La tercera rueda representaba otro desplazamiento descendente en la curva de la oferta. Es así como todos los fenómenos se explican en función de la "magia del mercado". Pero hay que recelar de estas improvisaciones cuando se requieren tres argumentos simultáneos para explicar un solo fenómeno. En efecto ninguno de estos argumentos se sostiene cuando se le examina detenidamente.

Con respecto a las elasticidades de precio, no hay comprobaciones empíricas que apoyen el concepto de que la buena disposición de un banco a reprogramar la deuda se relaciona con un precio negociado más alto para el crédito. Es a todas luces evidente que los bancos reprograman no para obtener utilidades sino para evitar las grandes pérdidas de capital que resultarían si el deudor cayera en la mora abierta. En cuanto al crédito neto, los estudios han mostrado que la reacción de los bancos a la reprogramación —aun cuando el precio negociado haya subido abruptamente— es limitar el riesgo y no ampliarlo.

Es cierto que durante la serie actual de reprogramaciones, los bancos extendieron nuevos créditos, pero éstos son en realidad una forma encubierta de reprogramación de los pagos por concepto de intereses. En efecto, los deudores han hecho frente a pagos de intereses que no podían sostener, equivalentes a 30% o más de sus ingresos de exportación. Si los bancos no hubieran concedido nuevos préstamos, la mayoría de los deudores habría dejado de pagar intereses, con lo cual habrían echado por tierra la viabilidad comercial de todo el ejercicio de reprogramación. En suma, los nuevos créditos simplemente forman parte de la administración general de la deuda antigua y su aparición se debe a la necesidad de evitar las pérdidas de capital más

bien que a la atracción que ejerce el precio de esa operación.

Hay por supuesto muchos bancos que llegaron tarde a la etapa expansiva del ciclo crediticio latinoamericano. Estos bancos han tenido un menor volumen relativo de operaciones en la región y quizá se vieron tentados a resistirse a un nuevo crédito, incluso frente a un incumplimiento potencial. Pero su participación en los nuevos créditos no se debía al precio más alto; en realidad estos bancos se encontraban en su punto máximo de racionamiento del crédito en el cual no habría habido ningún precio que voluntariamente hubiera logrado una oferta. Su disposición para conceder préstamos se debió fundamentalmente a la coerción por parte de los bancos más grandes, las autoridades de los bancos centrales, el FMI, etc. Esto lo confirma el hecho de que los prestamistas más pequeños aprovecharon cualquier coyuntura para eludir los nuevos conjuntos de préstamos aunque el precio negociado del crédito se situara en sus niveles máximos.

Con respecto al riesgo, no hubo ningún aumento de este elemento en la deuda reprogramada. Lo que enfrentaban los prestamistas en 1982 era la concreción del riesgo que habían evaluado en el decenio de 1970 y para el cual habían cobrado una prima. En realidad la reprogramación disminuyó el riesgo porque sin ella el riesgo original de incumplimiento y la pérdida consiguiente habrían tenido que aparecer en sus balances. Además se redujo el riesgo aún más por la vigilancia sobre las economías que ejerció el Fondo Monetario Internacional y por la capacidad de los bancos para obligar a los gobiernos a garantizar deudas del sector privado en el país deudor.

También es espurio el argumento del peligro moral. En un ambiente equitativo, las primas por peligro moral se determinan en un sistema competitivo y los agentes económicos tienen conocimiento de los costos al firmar un contrato. Cobrar una prima por este concepto durante un ejercicio de reprogramación es un acto arbitrario y equivale a informar al paciente de un sistema de seguro médico después de que él se ha enfermado. Por lo demás, en la bibliografía económica es bien sabido que la elevación del precio del crédito —especialmente cuando el deudor está bajo presión— puede aumentar el peligro moral y no reducirlo. Por una parte, los deudores tie-

nen que asumir una conducta más peligrosa para poder atender los pagos más altos por conceptos de servicios. Por la otra, si el deudor es deshonesto, el precio más alto del crédito eleva el beneficio de un incumplimiento abierto.

En realidad el precio del crédito no es el verdadero incentivo para un buen comportamiento. Ningún país quiere entrar en la reprogramación porque significa la interrupción de la afluencia de créditos y de ahorros externos, que tienen una alta rentabilidad. Y como se mencionó, si el deudor está inclinado al incumplimiento el precio más alto simplemente aumenta el incentivo para adoptar este tipo de conducta. En realidad, el comportamiento de los agentes económicos no puede ser controlado solamente por incentivos económicos. Un buen sistema económico se caracteriza por una confianza suficiente entre el principal agente económico y el subordinado, de manera que el primero supone que el segundo no actuará de mala fe aunque fuera racional hacerlo. En otras palabras, un sistema económico integrado y eficiente no puede basarse en el concepto del *homo economicus*, en que toda la conducta se basa en un puro cálculo de costo-beneficio.

Es a la luz de estas consideraciones que cabe interpretar el gran sentido de responsabilidad con que ha afrontado sus obligaciones la mayoría de los países latinoamericanos, aunque ello haya supuesto un enorme costo social y riesgos políticos. En efecto, los países latinoamericanos están integrados en el sistema capitalista mundial y en gran medida comparten sus valores. Sin embargo, el enorme peso de la deuda está conspirando en contra la continuada integración económica de la región y amenaza con apoyar aquellas fuerzas políticas que desean cerrar las economías y reducir sus compromisos con el sistema capitalista internacional. Es precisamente por esa razón que hay urgente necesidad de encontrar formas novedosas y más equitativas de administrar el problema de la deuda.

2. El poder monopolista de los bancos

Hemos visto que la interpretación de los bancos de las tres ruedas de reprogramación se relacionaba conceptualmente con el mecanismo del mercado. Pero en realidad no existe un mercado

competitivo; en efecto, si el mercado hubiera estado funcionando, los países deudores habrían recibido un alivio por el dispositivo clásico de compartir el riesgo del mercado —el incumplimiento y la devaluación de los activos de los bancos— como ocurrió en el decenio de 1930. De hecho, en la primera ronda de reprogramación los bancos evitaron la competencia y las pérdidas, asociándose para negociar en bloque y usando el consiguiente poder monopolista para traspasar a los prestatarios los costos de su deficiente evaluación de riesgos en el decenio de 1970.

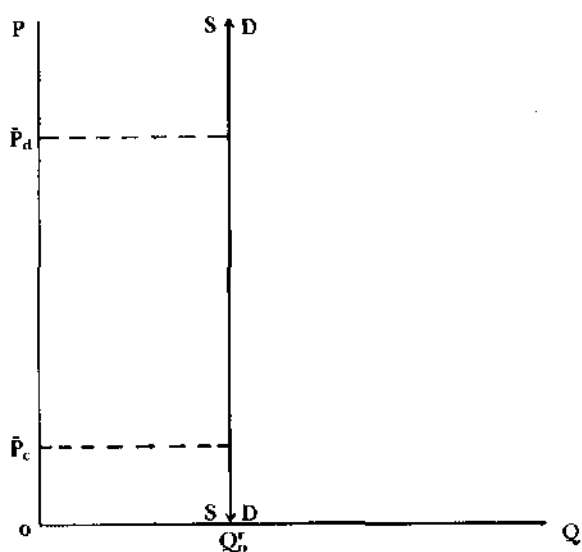
Al mismo tiempo, el alza posterior en el costo de la deuda que impusieron los bancos en la primera ronda de reprogramación constituyó una renta monopolista, una ganancia extraordinaria. Una renta es un pago por sobre aquel que requiere el agente económico para cumplir sus funciones. En este caso los bancos cobraron más por concepto de una operación administrativa (la reprogramación de la amortización y el refinanciamiento del interés) de lo que era en todo caso necesario para evitar grandes pérdidas de capital. Además, la reducción casi uniforme de las condiciones del crédito en la segunda ronda de la reprogramación es un buen indicador empírico de las rentas adquiridas en la primera ronda. En efecto, muchos países ganaron concesiones sin ningún mejoramiento objetivo de la situación económica subyacente y muchos estaban acumulando atrasos para eliminar los cuales estaban diseñados en parte los nuevos créditos. El hecho de que la mayoría de los países está pagando en la tercera ronda en condiciones que son mejores que las que negociaron durante el mercado normal del crédito de 1980-1981 es otra buena indicación de que los bancos durante su gestión de la crisis obtuvieron rentas monopolistas.

La reprogramación de la deuda y el refinanciamiento de los pagos de intereses no pueden evaluarse como una transacción de mercado donde hay un precio por un flujo determinado. El ejercicio ocurre en el marco de referencia de un monopolio bilateral. El resultado es teóricamente impreciso y depende del poder negociador de ambas partes. En la medida en que los bancos logren imponer condiciones de reprogramación que les permitan eludir la devaluación de sus activos y las pérdidas que resultarían del libre juego de las fuerzas del mercado están obtenien-

do una renta. Esta puede ser captada por los deudores y de hecho está ahora siendo captada por ellos.

La situación puede ilustrarse como se hace en el gráfico I, que supone que hay sólo una reprogramación de capitales que de otra forma estarían en incumplimiento. Tampoco se toman en cuenta las externalidades o los efectos de demostración. Se observa en el gráfico que en un monopolio bilateral las curvas de oferta y demanda se sobrepone una con otra sobre el volumen de la deuda sujeto a la reprogramación (Q_c^r). La curva de demanda DD es perfectamente inelástica porque el deudor es insensible al precio del crédito a fin de obtener préstamos (Q_c^r) suficientes para evitar el incumplimiento. Del mismo modo, el acreedor no tiene un comportamiento muy preciso en cuanto al precio de la reprogramación por la necesidad de evitar el incumplimiento y las pérdidas que resultarían si no hubiera una reprogramación. Por este motivo el acreedor también presenta una amplia gama de precios que son aceptables para los préstamos Q_c^r .

Gráfico I



- \bar{P}_d = Precio máximo aceptado por el deudor para evitar el incumplimiento.
 \bar{P}_c = Precio mínimo aceptado por el acreedor para evitar el incumplimiento.
 Q_c^r = Crédito para refinanciar/reprogramar amortizaciones impagables.
 S = Oferta
 D = Demanda

Sin embargo, el deudor tendrá un precio máximo para el crédito \bar{P}_d sobre el cual sería preferible el incumplimiento. El acreedor también tendrá un precio mínimo \bar{P}_c por debajo del cual estaría inclinado a permitir el incumplimiento. Hay por lo tanto una variedad de precios \bar{P}_c a \bar{P}_d sobre los cuales puede llegarse a un acuerdo aceptable. El resultado no depende de las fuerzas de la oferta y de la demanda sino más bien del poder relativo de negociación de ambas partes.

En la primera ronda de reprogramaciones los deudores, sin saberlo, aceptaron el marco conceptual de referencia de los bancos y el precio del crédito se acercó a \bar{P}_d , con lo que los bancos obtuvieron grandes rentas monopolistas. \bar{P}_d y esas rentas decayeron en la segunda ronda y sobre todo en la tercera ronda de la reprogramación. Ello se relacionaba con el mejoramiento paulatino del poder negociador conjunto de los deudores. Por otra parte se expresó consternación en muchos círculos del Norte y del Sur por el costo exorbitante de la reprogramación; incluso en el Congreso de Estados Unidos se pidió una liberalización de las condiciones en una ley que se refería al incremento de las cuotas para el FMI. Por otra parte, los países deudores empezaron a movilizarse, primero en reuniones regionales como la Conferencia Económica Latinoamericana (Quito, enero de 1984) y luego en la Declaración Conjunta de los Presidentes de Argentina, Brasil, Colombia y México en mayo de 1984, que condenó el alto nivel de las tasas de interés mundiales. Esta última iniciativa a la postre dio lugar a una reunión de once ministros latinoamericanos en Cartagena, Colombia, en junio de 1984.

Aunque los países deudores rechazaron de plano todo intento de formar un club de deudores, los bancos se preocuparon de la creciente solidaridad entre los deudores y su potencial para la formación de un cartel de ese tipo. Por lo tanto trataron de neutralizar el nuevo movimiento y ofrecieron a México y después a Brasil—los dos deudores más poderosos del grupo—condiciones muy mejoradas, que se incorporaron a la tercera ronda de reprogramación.¹⁰ Más tarde

¹⁰Brasil nunca firmó su acuerdo de reprogramación y continúa renegociando con los bancos y el FMI.

otros deudores recibieron un tratamiento más o menos similar.

La estrategia de los acreedores temporalmente resultó eficaz ya que las reuniones subsiguientes de los once ministros (que ahora se denomina el Consenso de Cartagena) en Santo Domingo y Mar del Plata fueron reuniones sin mayor interés. Sin embargo, a mediados de 1985 parece que una vez más los acreedores fueron sometidos a presión para reducir sus rentas. El descenso de la actividad económica en Estados Unidos ha perjudicado las perspectivas de que se obtenga un alivio gracias a la recuperación mundial y ha apagado esa pequeña luz que algunos deudores habían visto encendida al final del túnel de la crisis. Además, el Gobierno de Cuba ha tomado la iniciativa sobre el problema de la deuda, promoviendo en la región la idea de que la deuda no puede pagarse y por lo tanto debiera perdonarla el Norte como un elemento en el establecimiento de un nuevo orden económico internacional. Así también, nuevos gobiernos democráticos, como los del Brasil y el Perú, han estado expresando su profunda inquietud por la gestión ortodoxa del problema de la deuda.

En todo caso ¿sería posible llegar a alguna precisión sobre \bar{P}_c en el gráfico 1, el límite por debajo del cual la declaración de incumplimiento es la opción preferida del banco? Sin contar las externalidades, sería aquel precio que acarrea pérdidas un poco inferiores a las que ocurrirían en el caso de un incumplimiento abierto. La determinación de este precio es muy difícil por la renuencia de los bancos a entrar en el mercado secundario con los títulos de la deuda y por la fuerte influencia de las autoridades regulatorias bancarias en la evaluación de los activos. Pero es evidente que \bar{P}_c es muy inferior al precio acordado en las primeras rondas de reprogramación y en realidad podría incluso ser negativo.¹¹

¹¹Por ejemplo, supóngase que un banco tuviera que declarar el incumplimiento con relación a préstamos por un valor de 100 millones de dólares. Podría ingresar a un pequeño mercado secundario para vender los títulos. A comienzos de la crisis, los documentos latinoamericanos tenían descuentos de hasta 20%. Con un costo de los fondos de 10% la pérdida para el banco sería 20% del capital (20 millones de dólares) más 10% (otros 10 millones). La rentabilidad por lo tanto es -30% [$100(1+x) = 70$]. En este caso cualquier acuerdo que ofreciera una pérdida menor que -30% sería

atractiva para el acreedor. Una rentabilidad mayor que la evaluación de mercado constituiría una renta. Puede llegarse a conclusiones similares formulando hipótesis sobre el comportamiento de los supervisores bancarios en cuanto a la evaluación de los activos del banco. En toda probabilidad éstos distribuirían las pérdidas en el tiempo. Por último, vale la pena mencionar que a comienzos de 1985 los descuentos registrados en el mercado secundario de valores latinoamericanos eran los siguientes: Argentina (30%), Brasil (20%), Bolivia (80%), Chile (35%), México (15%), Nicaragua (90%), Perú (50%) y Venezuela (10%).

La introducción de las externalidades complica en alta medida el análisis. Si no considerara la actitud de otros deudores, el acreedor quizá aceptaría un precio para la reprogramación de la deuda muy por debajo de la tasa comercial. Pero el acreedor sabe que si las deudas se reprograman a una tasa inferior a la comercial, otros deudores podrían exigir un tratamiento similar, de manera que la pérdida efectiva registrada en una reprogramación en realidad podría multiplicarse muchas veces por la gestión de otros deudores. A la luz de estas consideraciones, \bar{P}_c sería mucho más alto que el señalado en el ejemplo contenido en la nota 11 de pie de página. Que esté o no por debajo del precio registrado en la tercera ronda de reprogramación es cuestión de conjetura, pero se sospecha que hay todavía lugar para reducir las rentas; en realidad algunos países como Perú, Bolivia y Nicaragua han logrado rebajar el precio efectivo por debajo de lo que se registró en la tercera ronda de reprogramación al proceder a la acumulación de atrasos.

El mismo marco de referencia de un monopolio bilateral puede emplearse para evaluar la posibilidad de obligar a los bancos a emitir nuevos créditos. En efecto, los nuevos créditos no se distinguen de la deuda anterior, porque mantienen activos los pagos de intereses y evitan dar de baja la cartera. He demostrado en otra parte (Devlin, 1985) que es más probable que un prestatario tenga mayor poder para obligar a los bancos a conceder nuevos créditos cuanto mayor sea su deuda con ellos y mayor la reducción de la probabilidad de incumplimiento después que se haya extendido el préstamo. Siendo así, los nuevos préstamos forzados que se obtienen son más fáciles de lograr en el contexto de iliquidez y mucho más difíciles de realizar en un estado de

insolvencia.¹² Además, un prestatario con falta de liquidez que coopera y está inclinado a comprimir sus importaciones cuanto sea necesario para pagar su deuda irónicamente tiene mucho menos probabilidades de obtener nuevos créditos que un prestatario con problemas de liquidez que toma una actitud firme y amenaza con el incumplimiento si no se le cubre un alto porcentaje de los pagos de interés con nuevos préstamos.

Finalmente, la buena disposición a prestar

depende mucho de la gestión colectiva de los bancos, ya que ninguna institución tendría incentivos para conceder créditos aisladamente. Es precisamente en su papel de coordinador que el Comité Asesor Bancario es un 'bien público'. Desgraciadamente, se ha visto que esta agrupación también ha tenido su aspecto colusorio: permitió que la banca actuase en bloque frente a deudores aislados para traspasarles la mayor parte de los costos de la crisis.

III

Estrategias para escudar al desarrollo del peso de la deuda

Ya se observó que la crisis financiera ha tenido un impacto devastador sobre la actividad económica y el producto per cápita de América Latina. Un factor central en el fenómeno fue la transferencia de recursos financieros desde los países deudores, lo que se ha traducido en una contracción espectacular de las importaciones. Ese egreso tiene su origen principalmente en dos fenómenos: (i) el comportamiento procíclico de la banca; y (ii) la fuga de capitales. Pero como se verá más adelante, aún no se puede desvincular el segundo fenómeno del primero.

1. Las transferencias de recursos a la banca privada

a) *¿Virtud o vicio?*

La crisis financiera mexicana de agosto de 1982 trajo consigo una paralización de los créditos bancarios a América Latina, los que en el decenio de 1970 venían expandiéndose a un ritmo anual de 30% o más.¹³

¹²En términos estrictos, la iliquidez y la insolvencia son conceptos comerciales que no pueden aplicarse a países soberanos. Aquí se emplean en un sentido más lato para distinguir entre los deudores que tienen perspectivas de ajuste a mediano plazo y los que tienen que someter su economía a una restructuración de largo plazo a fin de volver a conquistar su solvencia crediticia.

¹³Morgan Guaranty Trust Co (1983, p. 6) y Ffrench-Davis (1985, p. 2)

Frente al colapso de la oferta autónoma de créditos, los bancos acreedores llegaron a un acuerdo entre ellos para administrar nuevos préstamos a los deudores como parte integral de la reprogramación de la deuda.

En la primera ronda la fórmula general de los acreedores fue de expandir los empréstitos en alrededor de 7%. Sin embargo, las tasas de interés en ese momento se situaban en promedio en torno al 12% (incluidos los márgenes) lo que significaba una transferencia negativa programada a la banca equivalente a 5% de los compromisos existentes. Fue grave el impacto negativo en los deudores ya que inmediatamente antes de la crisis estaban recibiendo un aporte positivo de la banca, equivalente a alrededor de 6% de dichos compromisos, dando lugar a un vuelco total de 11% en el financiamiento programado.¹⁴

La transferencia de recursos financieros a la banca fue y sigue siendo tema de gran controversia. Analistas de América Latina, por ejemplo, CEPAL (1983 y 1984a); Prebisch (1985), p. 50; Ffrench-Davis y Molina (1985), pp. III 10 a 13; y

¹⁴En realidad, resultó cercano al 14%. Según Ffrench-Davis (1985, p. 10) la transferencia positiva de la banca a América Latina en 1981 fue 10 500 millones de dólares, lo que equivale a 6% de la deuda bancaria total de 1980. El mismo autor estimó el flujo negativo de 1983 en 18 800 millones de dólares, lo que equivale a 8% de los compromisos totales a comienzos de este año.

Ferrer (1984), pp. 309 a 311, han criticado el proceso vigorosamente. Incluso, en una ocasión CEPAL (1983, p. 9) lo denominó 'perverso', por cuanto fue prematuro con relación al nivel de desarrollo de la región.

Por otro lado, muchos analistas del Norte suelen defender las transferencias negativas como la única manera de 'resolver' la crisis financiera de la región. A manera de ejemplo, Cline (1984a; p. 175) —uno de los investigadores más influyentes en esta materia— objetó recientemente la preocupación de la CEPAL por los egresos netos de recursos. Según él, los grandes pagos netos a los acreedores no son 'perversos', sino un fenómeno saludable por cuanto promueven la reducción de la deuda en términos relativos y aceleran la llegada de aquel día en que los países latinoamericanos recuperarán su imagen de solvencia y su acceso normal al crédito. También se alega que la inquietud por las transferencias negativas y la compresión de las importaciones están mal enfocadas por cuanto las políticas de ajuste promoverán la producción de transables y especialmente de exportaciones. A su vez el crecimiento de estas últimas aumentará la capacidad de importar, aun con la transferencia de recursos a los acreedores.

Este argumento tiene cierta validez a mediano plazo, pero cojea por su deficiente consideración del factor tiempo en el proceso de ajuste. En efecto, a corto plazo las elasticidades-precio de las exportaciones y las importaciones son a menudo bajas, por efecto de rigideces en la reasignación de recursos hacia los bienes transables.¹⁵ Así, un país deudor que enfrenta el ajuste sin un financiamiento externo adecuado se ve obligado a generar un superávit comercial comprimiendo en forma desproporcionada sus importaciones y reduciendo su actividad económica. Este ajuste negativo se magnifica en la medida en que la economía mundial esté en recesión y no sea dinámica la demanda externa. Lo anterior describe muy bien lo que le pasó a América Latina en 1982-1983: se sobrestimaron los efectos de la reasignación de recursos y se subestimó la necesidad de financiamiento, lo que se tradujo en una

brusca caída de las importaciones y del ingreso per cápita. Es precisamente en este contexto que las transferencias negativas y el ajuste requerido por ellas fueron 'perversas' y socialmente ineficientes.

Si el problema de pago de los deudores se hubiera caracterizado por una falta de liquidez, como afirmaban los proponentes de las transferencias negativas, la prescripción lógica habría sido muy distinta a la experiencia que efectivamente vivió América Latina. Es bien sabido que el proceso clásico de ajuste eficiente basado en la reasignación de recursos sufre de rezagos que lo hacen evolucionar en la forma de la famosa curva-J. Para mantener la simetría, un ajuste socialmente eficiente debe incluir nuevo financiamiento en la forma de una jota invertida. Es decir, hubo una razón lógica para esperar que durante la fase inicial del ajuste la transferencia de los acreedores debiera haber sido nula o levemente positiva, pero no negativa. Además, el coeficiente deuda a exportaciones tendría que subir transitoriamente y no bajar. Solamente cuando se hubiera confirmado que la reasignación de recursos logró el efecto esperado sobre el crecimiento global de las exportaciones y sobre la sustitución de las importaciones deberían haber comenzado las transferencias de gran monto a los acreedores y la sostenida reducción del coeficiente de deuda a exportaciones.

La raíz del problema está en que durante el decenio de 1970 se atrofiaron los componentes anticíclicos del sistema financiero internacional (los prestamistas públicos internacionales) en tanto que los elementos procíclicos (los bancos privados) se sobredimensionaron. Al estallar la crisis en 1982, el sistema estaba altamente desequilibrado y sólo podía enfrentar el problema de una manera *ad hoc* con políticas de parche. Aunque fue bien logrado el manejo de la crisis, en el sentido de que permitió salvar al sistema financiero internacional, el resultado se logró a expensas del proceso de desarrollo latinoamericano.¹⁶

La disyuntiva era evidente desde el princi-

¹⁵Los cuellos de botella son de naturaleza económica, social y política. Por supuesto, la gravedad y naturaleza de los obstáculos varían mucho entre los países.

¹⁶Cabe recordar que la teoría marxista predice que en una crisis financiera el sistema capitalista tenderá siempre a sacrificar el valor del capital productivo en aras del capital financiero (Weeks, 1981; pp. 123 a 217). Esta interpretación parece tener alguna similitud con el manejo de la actual crisis en América Latina.

pio. Al enfrentarse a la retracción procíclica masiva de los bancos, el FMI —cuya posición internacional relativa se había visto mermada—¹⁷ no estaba en condiciones ni siquiera de comenzar a llenar el vacío. Frente a esta realidad, decidió rápidamente convertirse en un catalizador para la movilización de fondos privados; actuando en conjunto con los grandes bancos, condicionó muchos de sus programas *stand-by* con la mencionada fórmula del 7% para la expansión del crédito. Pero se ha visto que ante la rigidez de la reasignación de recursos y los efectos depresivos de la recesión mundial, la expansión del 7% fue insuficiente para promover un ajuste socialmente eficiente. Más aún, no es de ningún modo patente que las iniciativas recientes de los acreedores para reducir todavía más los nuevos compromisos hayan sido las que convenían, ya que hasta el momento no hay comprobaciones fehacientes de que las exportaciones latinoamericanas estén respondiendo favorablemente al ajuste prescrito por el Fondo.

Pero más inquietante aún es la visión utópica que tienen muchos analistas del Norte de estos sucesos. La contracción de las importaciones y la caída de la actividad económica (que implicó una reducción en la inversión requerida para fortalecer la capacidad futura de pago) se evalúan positivamente como un "sobredesempeño" (*overperformance*) en el proceso de ajuste (Wallich, 1985, p. 1; Cline, 1984b, p. 15). Asimismo, hay reiteradas expresiones de "confianza respecto a la atinencia de la actual estrategia" (De Larosière, 1985, p. 200). Entretanto, aquellos que plantean formas más equitativas para resolver el problema del endeudamiento —que implicaría efectuar reformas de fondo— son considerados como meros aguafiestas por los partidarios de las principales corrientes del pensamiento ortodoxo.

Es verdaderamente difícil para un economista del desarrollo económico comprender esta actitud de complacencia. El único motivo de optimismo que podría haber frente a un proceso de ajuste que ha violado tan descaradamente los principios más fundamentales de una economía social de mercado es que, para decirlo con fran-

queza, existe en algunos círculos el supuesto implícito de que los latinoamericanos son irresponsables y que el Fondo Monetario Internacional es incapaz de controlarlos. De aquí surgiría la necesidad de imponer un ajuste forzado y oneroso. Desgraciadamente, ésta parece ser la hipótesis que ha orientado gran parte de la política de los países acreedores.¹⁸

b) ¿Cómo reducir las transferencias a la banca?

Sólo el crecimiento económico permitirá servir la deuda. No puede prolongarse la obligación de pagar en circunstancias que el producto per cápita baja o está estancado, y, en todo caso, sería contraproducente. Por una parte, sin crecimiento, el servicio de la deuda rápidamente deja de ser asunto técnico y se transforma en problema político, en que, en última instancia, hasta las autoridades más comprometidas con el sistema internacional tienen que inclinarse a favor del interés público nacional.¹⁹ Por otra parte, sacrificar la inversión y el capital humano para pagar la deuda hoy, sólo menoscaba la capacidad de pago para mañana.

La reciente reducción en las tasas de interés mundiales ha proporcionado cierto alivio a los deudores. Pero el factor decisivo para restaurar la capacidad de pago es un estímulo exógeno que se lograría con la tan ansiada expansión sostenida de las economías de la OCDE y el mejoramiento consiguiente de la relación de intercambio para América Latina. Sin embargo, sigue esquivada la posibilidad de una fuerte recuperación y las perspectivas son muy inciertas. Sin un mayor avance en esta materia, la dinámica del desarro-

¹⁸ Los nuevos análisis económicos de la deuda están ofuscados por un exagerado Benthamismo en lo que toca a la racionalidad y al cálculo de costo-beneficio. En otras palabras, según esta teoría, si el costo del mal comportamiento por parte de un deudor es menor que su beneficio, el deudor racional siempre optará por el primero sin considerar el bienestar común. Este es, sin duda, un desarrollo del concepto del *homo economicus* a niveles que lo invalidan para la diagnosis y la prescripción.

¹⁹ Los países industriales han reaccionado de manera parecida. Por ejemplo, durante el decenio de 1930, los gobiernos de Reino Unido y Francia suspendieron el servicio de su deuda con Estados Unidos so pretexto de que las obligaciones con sus pueblos eran más importantes que las que tenían con sus acreedores extranjeros (Hardy, 1982, p. 40).

¹⁷ Hasta 1970 las cuotas del FMI equivalían aproximadamente al 10% del valor anual del comercio mundial; al surgir la crisis, habían bajado al 4% (Cline, 1984a, p. 124).

llo económico y el servicio de la deuda seguirán en abierta pugna. A corto plazo, y con el fin de aumentar la actividad económica interna, muchos de los países deudores deberán reducir sus transferencias hacia los bancos en el exterior.

Naturalmente, reducir el monto de la transferencia implica un costo para los acreedores. Cuando ese costo no pudiera ser sufragado enteramente por las instituciones financieras, tendría que ser compartido con los gobiernos de la OCDE, aplicando algún tipo de intervención pública sistemática, con el fin de aliviar la carga de la deuda. Esto no constituirá un "perdonazo" para los prestatarios y los bancos, sino que se trataría de "buena política económica".²⁰ Debe recordarse que las grandes crisis de endeudamiento surgen invariablemente en un contexto de importantes externalidades negativas que hacen zozobrar los mecanismos del mercado. Durante la crisis, aparecen nuevas externalidades negativas que tienden a prolongarla. De ahí tradicionalmente surge la conveniencia de una intervención pública con miras a restablecer el orden y la confianza en el mercado. Desgraciadamente, en sistemas económicos basados en el mercado privado, las soluciones públicas son bienes escasos y frecuentemente no aparecen hasta que los costos del problema no hayan sido internalizados por los principales agentes económicos. Mientras los bancos y sus gobiernos puedan externalizar los costos de la crisis, traspasándolos a los deudores, habrá menos incentivo para aplicar una solución pública. Esto explica en parte por qué no han cuajado

²⁰ Cline (1984a, pp. 133 a 135) critica las múltiples propuestas que piden reformas y la acción pública internacional para dar alivio a los deudores y acreedores, porque entre otras cosas 1) el problema de la deuda según él es de liquidez y no de solvencia; y 2) las propuestas a menudo implican pérdidas para la banca y perjudicarían el acceso futuro al crédito por parte de los deudores. Sin embargo, se olvida que puede demorar mucho la solución incluso de los problemas de liquidez, con lo que el mantenimiento del *statu quo* resultará una política muy onerosa y socialmente ineficiente. Por otra parte, no es inevitable que la gestión pública para aliviar la crisis acarree pérdidas para la banca; todo depende de cómo esté diseñada. Por último, la cuestión de acceso al crédito futuro es una disyuntiva falsa por cuanto aun las proyecciones más optimistas de la balanza de pagos de América Latina no abren perspectivas de una transferencia positiva de los acreedores por muchos años.

las numerosas propuestas de intervención pública en la crisis.²¹

Dados los obstáculos para las soluciones públicas, en el futuro inmediato los países deudores deberán hacer frente a los bancos directamente en lo que respecta al tema de la transferencia de recursos. Cómo lo hagan los países dependerá, entre otras cosas, de su importancia como deudores, de su poder de negociación y de su habilidad para ajustarse al servicio de la deuda requerido.

i) *Los casos de iliquidez.* Todavía sería razonable creer que algunos de los deudores de mayor peso (por ejemplo, Brasil y México) enfrentan problemas de liquidez transitorios. Sus economías tienden a ser más cerradas e industrializadas y sus mercados son relativamente más fluidos y están capacitados para exportar —y de hecho exportan— bienes manufacturados con cierto éxito. Por lo tanto, su capacidad de ajuste es aparentemente bastante buena, aun frente a una economía mundial floja. Además, las autoridades de estos países han actuado como si presentaran un problema de liquidez, aceptando sin grandes objeciones el programa ortodoxo de reprogramación comercial ofrecido por los acreedores, como la mejor manera de recuperar rápidamente la imagen de solvencia requerida para reingresar al mercado de eurodivisas. Esto, por supuesto, ha implicado renunciar a los nuevos créditos obtenidos en la tercera ronda de reprogramación.²²

El buen comportamiento ha sido socialmente muy oneroso, ya que durante el período de reprogramación ambos países han sufrido severas depresiones económicas. Pero este costo ha sido en cierta medida voluntario, ya que ambos prestatarios tienen deudas gigantescas y una impor-

²¹ La única solución pública importante introducida en la crisis es la participación del FMI en los programas de ajuste y en la organización de los nuevos créditos. Sin embargo, este "bien público" ha sido de mucho más beneficio para los acreedores que para los deudores. Un análisis más detenido del papel del Fondo Monetario aparece en Devlin, 1984 (pp. 55 a 57 y 66 y 67). Ground (1984) ha hecho una evaluación crítica de los programas de ajuste del Fondo Monetario.

²² México no solicitó nuevos créditos en la tercera ronda. En 1984, Brasil también señaló que no solicitaría nuevos préstamos. Sin embargo, el gobierno civil que asumió recientemente ha insinuado que el país posiblemente podría tener ahora necesidad de recurrir a nuevos créditos.

tancia geopolítica que les otorga un poder negociador considerable frente a los acreedores y sus gobiernos. En efecto, cada país constituye por sí solo casi un cartel deudor, que supuestamente haría de ellos contendientes muy rudos en el juego del monopolio bilateral descrito anteriormente. Sin embargo, han ejercitado este poder muy selectivamente, logrando apenas ventajas marginales mientras buscan la manera de reincorporarse al mercado de crédito autónomo. Su posición de pseudo carteles y la esperanza de lograr un ajuste rápido para restaurar su imagen de solvencia, también ayudan a explicar por qué estos países han sido muy cautos en lo relativo a la cooperación regional respecto a la deuda y sobre todo en lo que se refiere a la formación de un club de deudores.

Si estos grandes deudores llegan a considerar que el retorno prometido al mercado de divisas se está demorando demasiado, es posible que, frente a un estancamiento económico continuado, puedan ejercer mayor presión sobre los bancos para obtener una reducción de la transferencia negativa. A menos que las autoridades cambien sus conceptos sobre la naturaleza del problema (es decir, la falta de liquidez), es poco probable que estos países usen su poder negociador para captar una mayor cantidad de las rentas monopolistas percibidas actualmente por los bancos. Más bien tenderán a ser cooperadoras y tratarán de negociar acuerdos que mantengan el carácter comercial de los conjuntos de rescate, evitando pérdidas manifiestas a los acreedores. Esto pudiera llevar a una mayor compresión del costo negociado del crédito, el que puede descender un poco más y todavía aparecer como comercial. Pero el objetivo verdadero será la obtención de nuevos préstamos para refinanciar los pagos de intereses.

Parecen existir bastantes facilidades para negociar nuevos créditos involuntarios. Los préstamos forzados a Brasil y México en 1983-1984 fueron más o menos equivalentes a expansiones *ex ante* del 18% y del 13% en el bienio, respectivamente, sobre los compromisos pendientes; *ex post* resultaron en aumentos inferiores, de 8% y 12%.²³

²³Banco de Pagos Internacionales (1983 y 1985). Para la expansión *ex ante*, los nuevos préstamos para 1983 y 1984

El análisis de Cline (1984a, pp. 71 a 75) muestra que con una postura de negociación firme y una disminuida probabilidad de incumplimiento después de obtener el nuevo crédito, resulta rentable para los bancos otorgar una expansión de hasta un 40% en la cartera de préstamos.²⁴ El modelo de Krugman (1984, p. 21) es aún más explícito en lo que respecta a la capacidad para obtener nuevos créditos forzados. Según él, en condiciones de falta de liquidez, un banco siempre tendrá incentivo para prestar lo suficiente como para evitar la mora en tanto que los nuevos préstamos no excedan el monto del servicio de la deuda.²⁵

En resumen, los prestatarios más poderosos, enfrentados con lo que consideran problemas de falta de liquidez, probablemente podrían reducir las transferencias a los bancos si estuvieran dispuestos a ejercitar su poder negociador, al insinuar que la alternativa al otorgamiento de nuevos préstamos pudiera ser el incumplimiento. De acuerdo con los análisis de Cline y Krugman, el no solicitar estos préstamos de hecho equivale a pagar un subsidio a los bancos. Hasta ahora los mayores deudores han sentido, aparentemente, que vale la pena pagar el subsidio en aras de lograr su reincorporación al mercado de crédito voluntario —cuyo beneficio sería, supuestamente, la transferencia positiva de recursos desde los bancos, aunque a un nivel muy inferior al registrado en el decenio de 1970.

ii) *Los casos de insolvencia.* Hay deudores en la región, en general pequeños y medianos, que presentan problemas cada vez más parecidos a los de la insolvencia.²⁶ Si no hubiera una expan-

fueron calculados como un porcentaje de los compromisos pendientes a fines de 1982 y 1983, respectivamente. El aumento *ex post* equivale simplemente a los compromisos efectivos de 1984 divididos por los de 1982.

²⁴Cline hace abstracción del tiempo. Se supone que en el plazo de un año, la cantidad de nuevos préstamos no podría exceder el valor de los pagos de intereses.

²⁵Al banco le conviene, porque así al menos recibe algún retorno por concepto del servicio de la deuda.

²⁶Hay otros, evidentemente, que caen en la franja gris entre la falta de liquidez y la insolvencia. Es posible que la Argentina sea uno de ellos. Su deuda es la tercera por orden de magnitud en la región y tiene el mayor recargo de intereses, con pagos equivalentes a más del 50% de sus exportaciones (CEPAL, 1984b cuadro 14). Sin embargo, es un país rico e industrializado, que posee una fuerza de trabajo altamente

sión económica relativamente fuerte en el área de la OCDE, sólo podrían ajustarse a un servicio de la deuda en condiciones comerciales si aceptaran someterse a una profunda y poco factible depresión económica. (Además, algunos de estos prestatarios podrían encontrar intolerable el servicio de la deuda aun en condiciones económicas externas más favorables). La creciente comprobación de que los problemas se prolongan, hace cundir la renuencia entre los acreedores para proporcionar un alivio concediendo nuevos préstamos. En realidad, con el tiempo, los bancos estarán más dispuestos a arriesgar las pérdidas, por el hecho de que la mayoría de los deudores no son grandes y porque, desde 1982, estas instituciones han estado fortaleciendo sus saldos con el fin de afrontar esas contingencias.

Estos países deudores tienen todos los incentivos para captar más plenamente las rentas monopolistas de los bancos y lograr un mayor alivio de la deuda, por cuanto son bastante remotas sus posibilidades de volver al mercado crediticio voluntario en un futuro previsible. Pero, irónicamente, captar estas rentas les resulta difícil, ya que su poder negociador individual es pequeño y sus economías abiertas son relativamente vulnerables a las represalias. No obstante, algo se puede hacer.

El camino más seguro para un deudor que quiera evitar una confrontación con los bancos es el de atrasarse en los pagos discretamente. Los bancos podrán amenazar con declarar el incumplimiento, pero es bastante improbable que lo hagan en la medida en que el país exprese continuamente su buena fe, el deseo de cumplir con sus obligaciones, y la voluntad de negociar. Primero, las declaraciones de incumplimiento son legalmente onerosas e implican una gran pérdida de tiempo para los bancos, siendo que los beneficios tangibles son escasos (Kaletsky, 1985). En segundo lugar, los acreedores no quieren crear un 'mártir', que pudiera empañar su pro-

capacitada, y que tiene la habilidad para generar excedentes comerciales rápidamente. Su gran deuda con los bancos (46 000 millones de dólares) le confiere un poder negociador considerable. El país intentó hacer uso de este poder en 1984 para escapar del patrón ortodoxo de reprogramación, lo que, sin embargo, fracasó, en parte porque en ese momento no contaba con un programa económico confiable que legitimara su postura de negociación.

pia imagen pública, provocando quizá reacciones de solidaridad entre los prestatarios. Por otro lado, si los supervisores bancarios insisten en re-clasificar los préstamos, los bancos estarán en condiciones de absorber la reducción de ingreso que esto implicaría. En resumen, a menos que se les provoque directamente, lo más probable es que los acreedores hagan la vista gorda y traten al prestatario como otro caso especial. De esta manera, nadie queda mal parado.

Como parte de esta estrategia, el prestatario debe amortizar las líneas de crédito a corto plazo en forma normal, de manera de minimizar el incentivo a retirarlas. Algunas líneas se perderán inevitablemente, pero siempre podrá obtenerse el financiamiento esencial por intermedio de diversos acreedores que vislumbren posibilidades de lucro en préstamos comerciales relativamente libres de riesgo. El depósito selectivo de reservas internacionales es otra manera de obtener crédito comercial de los bancos. Además, el prestatario deberá estar dispuesto a efectuar pagos nominales periódicos a los acreedores sobre las deudas a mediano plazo para demostrar su buena fe. Estos, sin embargo, pueden mantenerse a niveles tan bajos como el 1 ó el 2% de los compromisos pendientes. A una tasa de interés del 10% hay un ahorro de 8 a 9 puntos en la remesa de divisas.²⁷ Aunque esto no represente una bonanza —especialmente para países con menos del 50% de su deuda con los bancos— sí proporciona un valioso margen de alivio, lo que, junto con otras medidas, ayudará a la recuperación.

El deudor también deberá estar preparado para enfrentar posibles represalias. Las reservas internacionales deberán estar depositadas en instituciones seguras. Deberá contratarse una firma de abogados en Nueva York o Londres, con el fin de formular un plan de contingencia para proteger su comercio de una posible gestión judicial y para defender los intereses del país en las cortes extranjeras si fuera necesario.

La estrategia descrita ha comprobado su factibilidad: hay ya algunos prestatarios en situación de incumplimiento *de facto* que han logrado evi-

²⁷El ahorro neto sería algo menor si, ante una mora, la tasa de interés para las líneas de crédito se tornara más gravosa. Asimismo, este ahorro debe compararse con la posibilidad (si es que la hay) de conseguir nuevos créditos.

tar las represalias. Entre las desventajas, destacan las dos siguientes. Primero, si muchos prestatarios utilizan la misma estrategia, las pérdidas de los bancos pueden llegar a niveles críticos. Sin embargo, esto podría resultar beneficioso, porque sería una forma paulatina de demostrar que los costos de la crisis están siendo internalizados en el centro, lo que podría estimular la búsqueda de una solución pública internacional integral al problema del endeudamiento. En segundo lugar, el prestatario deberá estar dispuesto a enfrentar un estado de precariedad y de mayor tensión frente a los bancos a medida que se acumulan las moras. La incertidumbre que implica dicha situación puede ser en sí perjudicial para los esfuerzos de recuperación económica.

Debido a este segundo problema, sería ciertamente preferible elaborar un plan definido de alivio de la deuda en condiciones no comerciales. El problema es que los bancos no desean poner en práctica proyectos de reprogramación de esta naturaleza por temor a los efectos de demostración: si reprogramaran la deuda de un prestatario en términos no comerciales, otros podrían exigir un trato similar. El temor al precedente hace que la imposición unilateral de un plan de pagos no comercial a los bancos (por ejemplo, la emisión de bonos a largo plazo y con intereses bajos) sea una empresa arriesgada para los deudores pequeños y medianos. De hecho los bancos y sus gobiernos podrían sentirse lo suficientemente provocados como para afrontar el costo de entablar represalias.

De todas maneras, la factibilidad de una ruta unilateral es mayor en la medida en que esté planteada en términos muy serios y conciliadores y, además, vinculada a un programa económico acertado que otorgue alguna perspectiva de mejoramiento en la situación externa del país. En cuanto a las fórmulas de pago, ya sean negociadas o impuestas unilateralmente, deben ceñirse *pari passu* a la capacidad de pagos del país.²⁸

²⁸Por ejemplo, podría especificarse en el acuerdo que si la relación de precios del intercambio recupera un nivel normal x , las deudas serían servidas a una tasa comercial $LIBOR$ más algún margen. O, alternativamente, los pagos podrían limitarse a algún porcentaje máximo de las exportaciones. Una tercera posibilidad es definir una tasa razonable de crecimiento económico (por ejemplo 5%) y luego destinar el residuo a divisas disponibles al servicio de la deuda.

Tendrían así los bancos por lo menos la posibilidad de que algún día sus préstamos registraran una tasa de retorno comercial y la esperanza de que los sacrificios no fueran eternos. Asimismo, las fórmulas deben ser diseñadas, si es posible, de manera que minimicen las pérdidas a los bancos en cualquier nivel dado de alivio. Las mejores fórmulas dependerán de la naturaleza de la legislación bancaria del Norte y, por lo tanto, posiblemente tendrán que ser diseñadas a medida, con el fin de ajustarse a las circunstancias particulares de cada país.

Para los deudores pequeños y medianos, cualquier iniciativa importante en los programas de pagos tal vez debería hacerse en conjunto con otros. El marco del monopolio bilateral descrito anteriormente apunta directamente a la cooperación entre los países prestatarios. Los bancos astutamente se han unido en un cartel para proteger sus propios intereses y eludir las pérdidas que implicaría una competencia entre ellos. A excepción de los dos o tres deudores principales, el poder monopolista de los acreedores no puede ser contrarrestado por un país en forma independiente.²⁹ Por lo tanto, la cooperación responsable entre los países deudores es una forma potencial de neutralizar el poder monopolista de los bancos y de llegar a una solución socialmente más eficiente al problema del endeudamiento. Además, esta cooperación no necesita ser regional; dos o tres deudores unidos constituirán un bloque negociador formidable.

El punto clave que recordar con respecto al tema de la cooperación es que los acreedores y sus gobiernos no regalarán concesiones a los países deudores. El centro capitalista de hoy a menudo se mueve a base de cálculos fríos de costo-beneficio marginal; mientras el costo político-económico para él "de no hacer nada" frente al problema de los deudores sea menor que su beneficio, los acreedores y sus gobiernos apoyarán el *statu quo*. Sólo cuando la crisis de los deudores comience a amenazar al centro con costos mayores habrá incentivos para explorar nuevas modalidades para manejar el problema. Así las diversas formas de cooperación entre los deudores

²⁹Los bancos reconocen los beneficios del poder asimétrico; es por esto que insisten tan categóricamente en las negociaciones caso por caso en las reprogramaciones.

son una manera de hacer más transparentes los costos potenciales para el centro de seguir su política actual, que arbitrariamente sacrifica el desarrollo económico en aras de la disciplina financiera.³⁰

Finalmente, hay que hacer hincapié en el hecho de que las negociaciones con los acreedores siempre se ven realizadas cuando los países —aun en las peores situaciones— muestran que están realizando serios esfuerzos por solucionar sus desequilibrios económicos principales.³¹ Una política coherente que mueva la economía en la dirección correcta ayuda a los bancos a justificar sus concesiones y también insta a las autoridades bancarias a adoptar un tratamiento flexible con respecto a los préstamos.

2. La fuga de capitales

Ya hemos visto que otro componente de las transferencias netas negativas de recursos es la significativa fuga de capitales. Utilizando la partida de errores y omisiones de la balanza de pagos como indicador aproximado de este fenómeno, el cuadro 4 indica que sólo en 1982-1983 hubo una salida de casi 18 000 millones de dólares de capitales no registrados en la balanza de pagos, lo que equivale a poco más de un tercio de la transferencia negativa total registrada en ese período.

La fuga de capitales se origina en gran medida en el afán tradicional de lucro del sector privado, y en la minada confianza en la gestión pública de la economía, sobre todo en lo que respecta a la política cambiaria, la inflación, las tasas de interés internas, etc. Además, el hecho de que se hayan producido grandes salidas de capitales no regis-

trados desde 1980, sugiere que la confianza del capital privado estaba decayendo en algunos países mucho antes de que oficialmente estallara la crisis.³²

Pero el fenómeno de la fuga de capitales no está enteramente divorciado del comportamiento de la banca privada. Primero, sus préstamos en los decenios de 1970 y 1980 han sostenido los sobrevalorados tipos de cambio y los déficit fiscales que han contribuido a transformar las expectativas de los agentes económicos privados.³³ En segundo lugar, la retracción procíclica de los préstamos en 1982 desestabilizó en mayor medida a las economías latinoamericanas, acelerando de esta manera el flujo de capitales hacia el exterior. Por otra parte, Carlos Díaz-Alejandro (1984, pp. 377 a 380), hace resaltar la complicidad de los bancos en esa fuga, por su negativa a divulgar los pagos de intereses a sus clientes y por su activa campaña de captación de depósitos latinoamericanos.

La gran cantidad de capital depositado en el exterior es una fuente potencial de financiamiento. Pero es poco probable que éste regrese voluntariamente mientras no se restablezcan las perspectivas de crecimiento. Por lo tanto, sin el retorno de préstamos bancarios autónomos, o una solución pública al problema del endeudamiento que haga disminuir las transferencias negativas, incluso aquella parte del capital que pudiera ser objeto de repatriación permanecerá en Europa o en los Estados Unidos, donde la rentabilidad es superior a la que pudiera dar una América Latina asolada por la depresión económica.

(Traducción en parte del inglés)

³⁰Es interesante señalar que los grupos de menor poder económico y político en el centro tradicionalmente han logrado reformas del sistema usando la cooperación y la protesta, como ocurrió, por ejemplo, con el movimiento sindical y la gran campaña de derechos civiles en los Estados Unidos en los años sesenta.

³¹Para algunas políticas no ortodoxas de ajuste véanse CEPAL (1984a) y Gurrieri y Sáinz (1983).

³²Algunas estimaciones de la fuga de capitales son impresionantes. El Banco de Pagos Internacionales ha dado una cifra de 50 000 millones de dólares entre 1978 y 1982 (*The Economist*, 1984, p. 75).

³³Devlin (1983b) desarrolla un plan analítico para comprender cómo la política de préstamos de los bancos en el decenio de 1970 contribuyó endógenamente al sobreendeudamiento y a la crisis.

Bibliografía

- BIP (Banco Internacional de Pagos) (1983 y 1985): *The maturity distribution of international bank lending*, diciembre de 1983 y julio de 1985.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1983) *Balance preliminar de la economía latinoamericana en 1983*. Santiago de Chile, diciembre.
- (1984 a): *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina*. Cuadernos de la CEPAL No. 48. Santiago de Chile.
- (1984 b): *Balance preliminar de la economía latinoamericana en 1984*. Santiago de Chile, diciembre.
- (1985): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1984*. Santiago de Chile.
- Cline, W. (1984 a): *International debt: systematic risk and policy response*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- (1984 b): The issue is illiquidity, not solvency. *Challenge*, julio-agosto 1984, pp. 12-20.
- Díaz-Alejandro, C. (1984): Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2. pp. 335-403
- De Larosière, J. (1985): Helping to shape a stronger world economy: the tasks before the International Monetary Fund. *IMF Survey*, 24 de junio, pp. 200 a 202.
- Devlin, R. (1983 a): Renegociación de la deuda latinoamericana: un análisis del poder monopolista de la banca. *Revista de la CEPAL* N° 20, pp. 103 a 114
- (1983 b): *Banca privada, deuda y capacidad negociadora de la periferia: teoría y práctica*, Nota Técnica N° 60. CIEPLAN: Santiago-Chile [publicado en *El trimestre económico*, vol. LI, julio-septiembre 1984, pp. 559 a 589].
- (1984): Hacia un marco alternativo para evaluar la reprogramación de la deuda externa, *La deuda externa en el Grupo Andino*. Lima: Junta del Acuerdo de Cartagena, pp. 45 a 72.
- (1985): La deuda externa vs. el desarrollo económico: América Latina en la encrucijada. *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 17, septiembre.
- Ferrer, A. (1984): Deuda, soberanía y democracia en América Latina. *Estudios internacionales*, xvii, N° 67, pp. 309 a 323.
- Ffrench-Davis, R. (1982): Deuda externa y balanza de pagos de América Latina. *Progreso económico y social en América Latina. Informe 1982*, Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo pp. 177 a 197.
- (1985): *External debt, renegotiation frameworks and development in Latin America*, documento presentado al Seminario sobre la Deuda Externa Latinoamericana, Estocolmo, mayo.
- Ffrench-Davis, R. y S. Molina (1985): Prospects for bank lending to developing countries in the remainder of the eighties. *Journal of development planning*, N° 16, Nueva York.
- Gasser, W y D. Roberts (1982): Bank lending to developing countries: problems and prospects. *Federal Reserve Bank of New York quarterly review*, vol. 7, N° 3, pp. 18 a 29.
- Ground, R. (1984): *Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina*, *Revista de la CEPAL*, N° 23, pp. 47 a 84.
- Guerguil, M. (1984): La crisis financiera internacional: diagnóstico y prescripciones: *Revista de la CEPAL* N° 24.
- Gurrieri, A. y P. Sáinz (1983): ¿Existe una salida equitativa y democrática para la crisis? *Revista de la CEPAL*, N° 20
- Hardy, Ch. (1982): *Rescheduling developing country debts, 1956-1981*. Washington D.C.: Overseas Development Council.
- Kaletsky, A. (1985): *The costs of default*. Nueva York: Priority Press.
- Krugman, P. (1984): *International debt strategies in an uncertain world*. Cambridge, Mass: Massachusetts Institute of Technology.
- Morgan Guaranty Trust Co. (1983): *World financial markets*, febrero.
- Prebisch, R. (1985): La periferia latinoamericana en la crisis global del capitalismo. *Revista de la CEPAL*, N° 26 [Documento presentado a la Reunión de Expertos sobre Crisis y Desarrollo de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, 29 de abril a 3 de mayo de 1985]
- The economist*. (1984): Latin America: the other side of debt. 23 de junio.
- Wallich, H. (1985): A perspective on the external debt situation. *Bank for International Settlements press review*, 14 de enero, pp. 1 a 6.
- Weeks, J. (1983): *Capital and exploitation*. New Jersey: Princeton University Press.