

# 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

*Secretario Técnico*  
Adolfo Gurrieri



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
SANTIAGO DE CHILE, DICIEMBRE DE 1986

**SUMARIO**

Reactivación y desarrollo: el gran compromiso de América Latina y el Caribe. <i>Secretario Ejecutivo de la CEPAL, Sr. Norberto González.</i>	7
El alivio del peso de la deuda: experiencia histórica y necesidad presente. <i>Carlos Massad</i>	17
Del ajuste recesivo al ajuste estructural. <i>Lucio Geller y Víctor Tokman.</i>	37
La deuda externa y la reforma del sistema monetario internacional. <i>Arturo O'Connell.</i>	55
Origen y magnitud del ajuste recesivo de América Latina. <i>Richard L. Ground.</i>	73
Una vuelta de la página en las relaciones entre América Latina y las comunidades europeas. <i>Elvio Baldinelli.</i>	91
La división internacional del trabajo industrial y el concepto centro-periferia. <i>Kimmo Kiljunen.</i>	103
Los servicios: un vínculo inquietante entre América Latina y la economía mundial. <i>Francisco Javier Prieto.</i>	125
La transferencia de tecnología en el sector minero: opciones para el Organismo Latinoamericano de Minería (OLAMI). <i>Michael Nelson.</i>	147
El papel del sector público y de las empresas transnacionales en el desarrollo minero de América Latina. <i>Jan Křákal.</i>	155
El desarrollo de la minería con relación al origen del capital. <i>Patricio Jones.</i>	175
Nuevas orientaciones para el desarrollo de los recursos mineros. <i>Rolando Sanz Guerrero.</i>	187
Lista de publicaciones de la CEPAL	217

## La deuda externa y la reforma del sistema monetario internacional

*Arturo O'Connell\**

A partir del examen de la evolución histórica de las tasas reales de interés internacionales, el autor afirma que el factor principal que aumentó el peso de la deuda externa en la década de los años ochenta fue el nivel exorbitante e inesperado que alcanzaron dichas tasas. Ese aumento sorprendió a los banqueros y a los países deudores, que no tendrían entonces una responsabilidad mayor en ese proceso, y tuvo su origen principal en la política económica seguida por el Gobierno de los Estados Unidos. Mediante mecanismos que el autor examina, dicha política aumentó los servicios de la deuda y redujo los volúmenes y precios de los productos primarios de exportación, provocando una transferencia de recursos desde los países deudores que excede al 3% anual de su producto interno bruto.

El alivio de la carga de la deuda implica necesariamente una reforma del sistema monetario internacional, basada en una intervención coordinada de los países desarrollados en los mercados monetarios, y en la expansión económica de esos mismos países. El autor considera que en estos últimos años la política macroeconómica de los países centrales ha provocado una distorsión considerable de algunos precios relativos; los países deudores no deben cometer el grave error de diseñar su política económica de acuerdo a los mismos (por ejemplo, privilegiando el logro de un alto superávit comercial) pues, al retornarse a una cierta normalidad macroeconómica internacional, advertirán que sus penosos "ajustes estructurales" los condujeron por un camino equivocado.

*\*Director del Banco Central de la República Argentina. Este estudio fue preparado para el Grupo sobre Cuestiones Monetarias y Financieras Internacionales para los Países en Desarrollo (Grupo de los 24), bajo los auspicios del Proyecto Conjunto FNUD/UNCTAD INT/84/021. El autor agradece el apoyo prestado por otros organismos.*

*Los puntos de vista aquí expresados lo son, sin embargo, a título individual y no reflejan necesariamente los de la secretaría de la UNCTAD, o los del FNUD, ni tampoco los del Banco Central de la República Argentina.*

## Introducción

La crisis de la deuda, que tiene más de algún antecedente en un pasado no muy remoto, hizo eclosión en 1982, para amenazar con derribar todo el sistema financiero internacional y con desencadenar una recesión generalizada del tipo registrado en el decenio de 1930. Pero sólo dos años después las actitudes de los distintos participantes en los países del Norte habían evolucionado, rápidamente, desde el pánico hasta una casi total complacencia. El acelerado crecimiento de la economía de los Estados Unidos en 1984 —que repercutió en todo el mundo por los efectos de difusión de su creciente déficit comercial— parecía, en efecto, presagiar el fin del problema de la deuda. Pero, sin embargo, los países muy endeudados estaban pasando por la peor crisis desde la de 1930. El estancamiento o la reducción de los ingresos per cápita, la caída de los salarios reales, y la expansión del desempleo se habían generalizado. La inversión en nuevos medios de producción no crecía en la medida necesaria para sostener el desarrollo económico, y las cuentas fiscales acusaban déficit dramáticos a consecuencia de la carga que significaba el servicio de la deuda externa en condiciones cada vez más onerosas. Además, en el último año, la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, la persistencia de altas tasas reales de interés, el impacto de una actividad económica deprimida en los países industrializados, y el efecto de un dólar alto sobre los precios de los productos primarios han despertado una renovada preocupación por la crisis de la deuda en los mismos países acreedores.

La solución tradicional al problema de la deuda, que consiste en reprogramar los vencimientos de capital y en movilizar "dinero fresco" de los bancos comerciales y del FMI para cancelar el servicio de los intereses muestra signos de agotamiento. Al trasladar la carga del ajuste casi exclusivamente a los países deudores, esa solución ha supuesto, por demasiado tiempo, sacrificios que sólo se tolerarían si fueran transitorios. Lo que es peor, la fórmula aceptada para administrar el problema de la deuda registra escasas mejoras si se exceptúa la de mantener las utilidades bancarias en un nivel bastante alto y de asegurar una rápida reducción en los niveles de compromiso del capital bancario con la deuda de los países en desarrollo.

La hipótesis implícita en la administración de

la deuda, parece también estar básicamente equivocada. La parte principal del ajuste ha debido ser asumida por los propios países deudores. Muy poco o nada se ha hecho por estimular una mejor evolución de la economía mundial, a no ser por la bonanza generada por la expansión fiscal en los Estados Unidos, y que ha generado por su unilateralismo y combinación sesgada de políticas, distorsiones tales que no cabría concebir su generalización al resto de la economía mundial. Además, se ha hecho manifiesta una gran renuencia a proporcionar suficiente financiamiento en las enormes cantidades requeridas por la crisis de la deuda para ayudar a los países deudores a superar el impacto de la persistencia de las fuerzas deflacionarias que han predominado en la economía mundial desde 1979.

En efecto, el problema de la deuda, lejos de ser atribuible principalmente a la evolución interna de los países deudores, podría comprenderse mucho mejor como parte de dos fuerzas distintas que operan en la economía mundial, por cierto fuertemente relacionadas entre sí. La primera es aquella a la que el Banco Mundial ha denominado acertadamente "el auge y decadencia del financiamiento bancario comercial del balance de pagos de los países en desarrollo". La acumulación de la deuda, a las tasas de interés anormalmente altas de los últimos años, ha puesto fin al sistema monetario y de financiamiento

del desarrollo internacional *de facto*, basado en el crédito bancario, que rigió en el decenio de 1970. La segunda fuerza que ha actuado en los últimos años, ha sido el fuerte compromiso de combatir la inflación sobre la base de restricciones de la demanda global. Tal orientación se dio en el contexto de una política internacional unilateral que fue posible gracias a la adopción de tipos de cambio flotantes. El peculiar proceso de deflación así provocado, con sus altas tasas reales de interés y bajos precios de los productos primarios, planteó, naturalmente, difíciles problemas para todos los deudores, tanto en los países desarrollados como en aquellos en desarrollo.

La solución del problema de la deuda exigiría el reemplazo del financiamiento de los bancos comerciales para los países en desarrollo por algún nuevo sistema que acaso supondría una función mucho más relevante para las instituciones públicas. La solución también implicaría aplicar políticas para el crecimiento económico basadas en una estrecha coordinación entre los países. Esta coordinación permitiría vencer los desequilibrios de hoy en día con el menor perjuicio posible, tanto para los países industrializados como para aquellos en desarrollo. Por esas dos razones, la solución al problema de la deuda se relaciona íntimamente con la reforma del sistema monetario internacional. El presente artículo se dedica a exponer esta línea de razonamiento.

## I

### La banca comercial y las instituciones públicas en el financiamiento de los países en desarrollo

Al comenzar el decenio de 1970 los préstamos de la banca comercial representaban apenas una pequeña fracción del endeudamiento total de los países en desarrollo. En efecto, en 1971, la proporción de los préstamos bancarios en la deuda total de estos países apenas superaba ligeramente el 10% mientras que los créditos oficiales, bilaterales y multilaterales, representaban más de dos tercios de ese mismo total (UNCTAD, 1985, p. 65). Sólo el 15% de los ingresos netos totales de los países en desarrollo, en 1970, provenía de la

banca comercial; pero hacia 1981 esta cifra había subido a más del 27% (Banco Mundial, 1985, cuadro 2.3, p. 21). Las tasas de crecimiento de esos préstamos se situaban en torno al 40% o el 50% anual en el primer quinquenio del decenio de 1970 y llegaron a casi 30% en el período 1975-1979. Por otro lado, hacia 1979, los préstamos de fuentes oficiales habían bajado a 55% de la deuda total a mediano y largo plazo de los países en desarrollo (UNCTAD, 1985, pp. 65 y 66).

Las causas de este crecimiento inusitado del

crédito bancario comercial a los países en desarrollo han sido ampliamente discutidas. Por el lado de los deudores, las principales razones radicaron en, uno, la necesidad de financiar déficit de balance de pagos generados por la primera crisis petrolera y en, dos, la facilidad de acceso a un gran volumen de recursos. Por el lado de los prestamistas, los bancos aprovecharon la oportunidad para desarrollar una actividad muy lucrativa, sobre la base de los amplios fondos depositados en ellos por los países exportadores de petróleo.

También sirvieron para expandir el mercado algunas innovaciones que se introdujeron en los contratos de crédito. La formación de consorcios para préstamos con la incorporación de la cláusula recíproca en caso de incumplimiento repartía el riesgo entre una multitud de acreedores y colocaba al deudor en una situación tal que aumentaba evidentemente la penalidad por incumplimiento de cualquier compromiso específico. El riesgo soberano, en todo caso, así lo suponían los acreedores, era pequeño. Aunque fuera más difícil hacer cumplir los contratos de crédito acordados con países, que aquellos efectuados con pequeños deudores nacionales, el enfoque tradicional sostenía que los países no podían ir a la quiebra. Aun hace muy poco tiempo se ha argüido que el crédito a los países soberanos es menos riesgoso que las operaciones en el mercado interno. En su conocido trabajo sobre la deuda internacional, William Cline ofrece un cálculo en el que muestra que los empréstitos internos adolecen de un riesgo que equivale a dos y media veces al que involucran los préstamos a países.<sup>1</sup>

La principal innovación en el crédito bancario a los países en desarrollo, sin embargo, fue la institución de préstamos a tasa flotante de interés, que permitió a los bancos transformar los pasivos de corto plazo en activos de mediano plazo sin asumir ningún riesgo por variación de tasas de interés. Así, los préstamos con tasas de interés flotantes representan ahora más de la mitad de la deuda pública de los principales deudores y casi 43% de la de todos los países en

desarrollo en su conjunto (Banco Mundial, 1985, cuadro 2.4, p. 21).

Con la segunda crisis del petróleo, las necesidades de financiamiento del balance de pagos no hicieron sino aumentar para los países en desarrollo no exportadores de petróleo. Hoy en día, sin embargo, mirando retrospectivamente, puede apreciarse que el ritmo del crédito bancario había comenzado ya a decaer. En efecto, la tasa anual de crecimiento de las colocaciones externas de los bancos en los países en desarrollo superaba el 33% en el trienio 1975-1977 y llegaba casi a 24% tanto en 1978 como en 1979. Pero antes de la crisis de 1982, ya en 1980 y 1981, había bajado a 20% y 15%, respectivamente (UNCTAD, 1985, cuadro 20, p. 103).

El ritmo de crecimiento más lento del crédito bancario a los países en desarrollo ya antes de la crisis de la deuda parece apoyar la hipótesis de que el crecimiento anterior había sido un fenómeno único asociado con una etapa de diversificación de las carteras bancarias. Aún sin la crisis de la deuda, el sistema financiero y de comercio internacional habría estado sometido a fuertes presiones para aceptar tal declinación en un mecanismo importante del sistema financiero internacional. Esa desaceleración fue particularmente grave ya que sucedió en el mismo momento en el que subían rápidamente las tasas de interés como consecuencia de una significativa modificación en la política económica de los Estados Unidos. En efecto, el promedio de las tasas de interés sobre la deuda a tasa flotante, de mediano y largo plazo, para los países en desarrollo en su conjunto, subió de 12% en 1979 a 17.4% en 1981 (UNCTAD, 1985, p. 71). Se ha calculado que el exceso de pagos por concepto de interés absorbió más de la mitad del financiamiento neto adicional conseguido por más de un país y que el total de intereses superó a los nuevos créditos para varios de ellos (UNCTAD, 1985, p. 81).

Al influjo de las consecuencias de la crisis después de 1979, algunos indicadores de la deuda tendieron a empeorar aún más. En particular, la relación entre deuda y producto interno bruto y servicio de intereses y producto interno bruto, para el conjunto de los países en desarrollo, subió abruptamente entre 1978 y 1981 de 21% a 22.4% y de 1.1% a 1.9%, respectivamente (Banco Mundial, 1985, cuadro 2.6, p. 24).

No sólo el alza de las tasas de interés sino,

<sup>1</sup>Muestra que la tasa media de pérdida en los préstamos a países podía estimarse en 0.28% por año del valor de los préstamos, mientras que la tasa correspondiente para los préstamos internos —aplicada a los nueve bancos más grandes— fue de 0.72% (Cline, 1983, pp. 100 y 101).

también, el empeoramiento en las condiciones de los nuevos créditos ocasionaron una presión desde el lado financiero sobre el balance de pagos de los países deudores. En efecto, los márgenes subieron en 1980 y 1981 y los plazos medios de vencimiento se redujeron, acompañados de una acumulación importante de deuda a corto plazo (Banco Mundial, 1985, recuadro 8.6, pp. 118 y 119).

Estas circunstancias pueden interpretarse como comprobaciones adicionales de que los bancos mostraban menos interés en participar en el financiamiento de las necesidades de balance de pagos de los países en desarrollo ya desde 1979 y antes de que ocurriera verdaderamente la crisis de la deuda. Pero a partir de 1982, esta tendencia se fortaleció por las dificultades del servicio de la deuda de algunos grandes deudores. Para comprender mejor la reacción de los bancos comerciales frente a estas dificultades es importante tener en cuenta su propia posición.

Hacia fines de 1982, el grado de compromiso del capital de los bancos estadounidenses en préstamos a países en desarrollo —no superavitarios de capital— y a Europa oriental era extremadamente alto. Para el conjunto de los bancos estadounidenses, los préstamos a estos países representaban 182.8% de su capital. Para los nueve más grandes ubicados en los centros monetarios la cifra correspondiente era 287% (Cline, 1983, pp. 32 y 33 y WFM, 1985 a, p. 4). Pero, también, otros bancos estaban altamente comprometidos con deudores en problemas. A fines de 1983, por ejemplo, dos de los bancos comerciales más grandes de Gran Bretaña —el Lloyds y el Midland— tenían una participación proporcionalmente mayor en la deuda latinoamericana (exceptuado México) que cualquiera de aquellos nueve grandes bancos de los Estados Unidos (*Financial Times*, 1984). Los bancos de la República Federal de Alemania también tenían grandes compromisos en Europa oriental, donde eran acreedores de más de 60% de la deuda polaca.

Al cerrar el decenio de 1970 y comenzar el de 1980, los coeficientes capital-activos habían estado descendiendo para los bancos de muchos de los países industrializados, presumiblemente a consecuencia, en parte, del acelerado crecimiento de sus préstamos internacionales (Banco Mundial, 1985, recuadro 8.4). Además, en un medio económico internacional distinto, las anteriores

ventajas del crédito a tasa flotante se volvieron contra los acreedores. En efecto, con las tasas de interés altas y volátiles que generaba la nueva política monetaria de los Estados Unidos, las dificultades de los deudores implicaban un alto riesgo tanto de transferencia como comercial.

Si bien es cierto que los países no van a la quiebra, la experiencia histórica confirma que tanto los países desarrollados como aquellos en desarrollo pueden repudiar sus obligaciones internacionales. No es de sorprenderse, por lo tanto, que el crédito bancario a todos los países en desarrollo creciera sólo en 6.6% en 1983 (casi igual que la meta de 7% sugerida durante las negociaciones del Fondo Monetario Internacional con algunos de los más grandes deudores) y aún menos (2%) en 1984. Las cifras para el año 1985 mostraban un ritmo aún más lento que el del año anterior (WFM, 1985 a, p. 11 y BPI, 1985).

Por otro lado, gran parte de los nuevos créditos es resultado de lo que el Banco Mundial denomina "empréstitos concertados" al amparo de una reprogramación de la deuda bajo la orientación del Fondo Monetario Internacional. En efecto, de 30 200 millones y 22 700 millones de dólares por concepto de préstamos de consorcio en eurodivisas para los años 1983 y 1984, 14 300 millones y 11 300 millones de dólares correspondían a "empréstitos concertados" (Banco Mundial, 1985, recuadro 8.6, pp. 118 y 119).

Como resultado de este lento crecimiento del crédito bancario para los países en desarrollo, las cifras del grado de compromiso del capital en tales operaciones para los nueve bancos estadounidenses más grandes han caído abruptamente, desde el 287% ya mencionado de 1982 a 214% hacia fines de marzo de 1985, la cifra más baja registrada jamás después de 1977 (WFM, 1985 a). Los coeficientes de capital-activos también han estado mejorando aceleradamente para los bancos estadounidenses, desde un 5% a fines de 1982 a un 6.27% a fines de 1984, para las 15 instituciones más grandes. El mejoramiento de los coeficientes bancarios se ha obtenido gracias a un rápido incremento en la capitalización bancaria a una tasa de alrededor de 9% a 10% anual (Bergsten y otros, 1985, p. 31).<sup>2</sup>

<sup>2</sup>Henry Terrel (1984), Jefe de la División de Operaciones Bancarias Internacionales del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, calcula que el capital de los

En la evolución y estrategia comerciales de los bancos es difícil distinguir entre el impacto de la actividad regulatoria y las variaciones que obedecen a las fuerzas del mercado. En cuanto a los coeficientes de capital a activos —por lo menos en los Estados Unidos— los factores reguladores han tenido sin duda una influencia considerable. En realidad, la acción ejercida sobre estos coeficientes ha sido la principal reacción ante la amenaza que se cernía sobre las estructuras financieras. Esta amenaza ha provenido de la crisis de la deuda, tanto de la de los países en desarrollo como de la de los sectores primarios internos, sobre todo la agricultura y la energía, siendo esta última la causa de la quiebra en 1984 del Continental Illinois Bank, uno de los 10 bancos más grandes del país.

Las exigencias en cuanto al coeficiente de capital a activos se elevaron al 5% en 1983. Después de la crisis del Continental Illinois Bank se volvieron a subir, a 5.5% y en abril de 1985 al 6%. Se discute un nuevo reglamento, que podría exigir una nueva elevación de este coeficiente y que también incorporaría algunas operaciones fuera del balance como las cartas de crédito pendientes de pago. La propuesta incluye un nuevo concepto, es decir, el de exigencias diferenciadas para distintos tipos de activos. Las deudas del Tercer Mundo se colocarían, por supuesto, en la cima de la escala (Nash, 1986).

Elevar el coeficiente de capital a activos podría suponer una contradicción en la estrategia bancaria. Como consecuencia de la crisis de la deuda, las acciones bancarias han perdido valor, de manera que no representan ya un medio de capitalización. Por lo tanto, las exigencias de capital tienen que atenderse mediante la reinversión de ingresos en el preciso momento en que se están desalentando algunas actividades lucrativas por ser demasiado arriesgadas. Los bancos han preferido no emplear su propio capital y usar, en vez, las llamadas operaciones fuera de balance, algunas de las cuales son de alto riesgo. Veremos más tarde cómo un fenómeno de esa naturaleza se vincula con el predominio de las transacciones en valores en los mercados financieros internacionales. Subsiste el hecho de que, en opinión de las autoridades reguladoras y de

más de unos pocos banqueros, deben restablecerse los coeficientes de capital a niveles más altos, compatibles con las nociones históricas de una gestión prudente.

Como consecuencia de la crisis de la deuda, las autoridades, también han impuesto reglamentos más estrictos sobre clasificación de las deudas y establecimiento de reservas. En los Estados Unidos, los préstamos por los cuales no se ha cobrado interés en los 90 días anteriores tienen que clasificarse como "no cumplidos" y el interés que habían devengado hasta ese momento debe descontarse de los ingresos que se registran en los balances trimestrales. En realidad este reglamento se hizo más estricto en junio de 1984, en la época del conflicto sobre la deuda argentina, a fin de evitar las crisis recurrentes de fin de trimestre que se sucedían con el sistema antiguo, bajo cuyas reglas el castigo por intereses no percibidos se efectuaba recién en ese momento y no día a día durante su transcurso.

La continuación del no pago de intereses durante seis o más meses es uno de los factores importantes que podría hacer que un país se clasificara como "subnormal" o de "valor disminuido". En este caso los bancos tienen que establecer reservas a un determinado nivel que se especifica como porcentaje del valor nominal de los préstamos. Cinco países fueron colocados en esta última categoría a fines de 1983 y uno más —el Perú— presumiblemente se agregó a la lista en 1985. Las provisiones contra el incumplimiento se han limitado a unos pocos casos en los Estados Unidos, pero aparentemente sería una práctica difundida en Europa continental, donde ayuda también un tratamiento fiscal muy flexible y generoso de tales reservas.

Por otro lado es importante señalar que ni los reglamentos ni las prácticas contables exigen que los bancos castiguen en sus balances el valor de los préstamos con problemas a menos que cambien de mano o de naturaleza de contrato. Por consiguiente, los préstamos a los países en desarrollo están registrados a su valor nominal aunque se comercien en un mercado secundario, más bien marginal, con descuentos de 15% a 75%.<sup>3</sup>

bancos de este país aumentará en los próximos años a una tasa de alrededor del 9% anual.

<sup>3</sup>Véase Montagnon (1986). Se ha estimado también que el mercado de valores en 1983 implícitamente —a través del precio de las acciones bancarias— valoraba los préstamos a los

De mayor importancia sin embargo que la presión reglamentaria para desalentar el crédito bancario a los países en desarrollo es la influencia de algunos acontecimientos en los mercados y estructuras financieros, así como el comportamiento de la economía mundial. En efecto, después de un prolongado período en que los bancos comerciales actuaban en función del crecimiento —prestar a los países en desarrollo era un arbitrio atractivo para cumplir esa estrategia— en los últimos años una mayor conciencia de los riesgos ha estimulado una preocupación mayor por la rentabilidad y los niveles de capitalización (OCDE, 1983 y 1985 a). El riesgo, a su vez, tiene su origen en un ambiente económico mucho más inestable, es decir con mayor variación de los tipos de interés y de cambio, y, por supuesto, en los problemas de los países muy endeudados.

Por consiguiente, los bancos han estado buscando nuevas actividades o nuevos enfoques para las antiguas, que les permitieran elevar sus utilidades —la base más segura para generar aumentos de capital en un contexto de menor confianza en la bolsa de valores— sin comprometer nuevos capitales. Las operaciones fuera de balance que suponen pasivos contingentes sin un compromiso inicial de fondos, o la intermediación pura de valores de terceros, ha generado incrementos considerables en los ingresos por comisiones y utilidades sin grandes exigencias sobre sus propios capitales y reservas. Además, se ha visto la forma de aumentar el capital con instrumentos distintos a la emisión de nuevas acciones como lo son las emisiones de letras a tasas flotantes perpetuas cuyo resultado es admisible como parte del capital propio.

Todo este proceso ha conducido a un predominio de los valores mobiliarios en los mercados financieros internacionales. Cálculos publicados por el Banco de Pagos Internacionales

principales deudores en un 79% de su valor nominal. (Véase Bergsten y otros, 1985, p. 28.) Otro reglamento y norma contable que influye sobre el tratamiento regulatorio de los créditos hacia los países en desarrollo es el requisito de publicidad de las denominadas reestructuraciones de préstamos en problema, a saber, renegociaciones de préstamos que suponen concesiones con respecto a las condiciones originales. Tal requisito no se aplica, necesariamente, a una relajación de las condiciones de un préstamo en la medida en que las nuevas condiciones acordadas correspondan con las habituales en el mercado.

(BPI) muestran que en 1981 de un total de financiamiento neto internacional —tanto préstamos como valores— de 190 000 millones de dólares casi un 87% correspondía a préstamos bancarios. Esta proporción decayó a alrededor de 65% en el período 1982-1984 y en el primer semestre de 1985 había bajado a apenas 42% (Banque des Réglements Internationaux, 1985, cuadro IV, p. 24).

Esa evolución de los mercados financieros internacionales se relaciona no sólo con la estrategia bancaria sino que refleja modificaciones fundamentales en los prestatarios y prestamistas finales. El préstamo de consorcio en eurodivisas reinaba en la época en que los fondos se originaban en los países de la OPEP —con una preferencia, por lo menos al comienzo, por los depósitos bancarios— y se prestaban a los países en desarrollo que tenían escaso acceso a los mercados de valores. Ahora, los fondos se originan principalmente en algunos países industrializados —estando entre ellos Japón a la cabeza— y tiene una importante salida en el financiamiento —mediante compra de bonos— de los déficit del Gobierno federal de los Estados Unidos.

El mercado ha visto también desarrollarse instrumentos híbridos como los servicios de emisión de letras y los empréstitos transferibles, que han borrado las diferencias entre préstamos y bonos al mismo tiempo que dan ocasión a los bancos comerciales para operar sin comprometer sus recursos a largo plazo.

La acelerada creación de nuevos instrumentos de intermediación financiera se ha incorporado sólo muy recientemente a las reglamentaciones bancarias. La difusión acelerada de operaciones fuera de balance que implican importantes riesgos ha llevado a reglamentaciones que, en el caso del Banco de Inglaterra, exigen hasta un 50% de cobertura de capital para la emisión de letras, y el tope de la escala de coeficientes de capital para las cartas de crédito en la nueva reglamentación en consideración por las autoridades bancarias de los Estados Unidos.

La consecuencia para los países en desarrollo en todo caso es que, como lo ha analizado el BPI, el mercado financiero internacional se ha vuelto altamente segmentado. Para los países que tienen problemas de deuda, hay un mercado de créditos "concertados" o "involuntarios" sobre la base de la necesidad que sienten los grandes ban-



cos de cuidar sus abultadas carteras comprometidas en esos países. Ello ha representado la mitad del mercado de préstamos de consorcio en eurodivisas en 1983-1984 que, a su vez, registra volúmenes de alrededor del 50% de su nivel máximo antes de 1982. Para otros países en desarrollo subsiste un acceso limitado a los consorcios de préstamos de los bancos internacionales, pero últimamente se ha recurrido al mercado de letras a tasas flotantes y a otras colocaciones de valores que suponen costos de captación más bajos. En realidad, gran parte de la actividad de este sector se relaciona con la cancelación de préstamos anteriores y con refinanciamiento mediante nuevos instrumentos. Como ocurría con el otorgamiento de préstamos a fines del decenio de 1970, la actividad bancaria en documentos negociables y en operaciones fuera de balance se está realizando en condiciones de márgenes muy reducidos y con una acumulación creciente de riesgos (Banque des Réglements Internationaux, 1985, pp. 25-26).

Para los países en desarrollo muy endeudados las perspectivas no podrían ser más deprimidas. Su baja calificación como deudores —medida por los mercados financieros— los excluye de las fuentes del financiamiento privado internacional que no sean los créditos “involuntarios” o, con cierto grado de optimismo si el ajuste tuviera éxito, los créditos bancarios “voluntarios”. Este tipo de crédito seguramente crecerá, si es que crece, a un ritmo lentísimo en los años por venir, debido a que los bancos necesitan reconstituir su base de capital— proceso que demorará mucho tiempo.<sup>4</sup> Sobre la base de las proyecciones más optimistas acerca de los resultados del presente proceso de ajuste de los países muy endeudados, el indicador más fidedigno del riesgo —es decir la relación deuda a exporta-

ción— demorará en la mayoría de los países mucho tiempo antes de bajar a un nivel seguro, esto es, algo entre un 150% y 200%. De hecho, para los 10 deudores principales la relación media subió entre 1982 y 1985 de 257% a 308% (WFM, 1985 a, cuadro 6, p. 4).

Simultáneamente, los bancos se verán atrapados en un proceso de elevación de su insatisfactoria base de capital —la otra cara de la medalla, podría decirse, de los altos coeficientes de endeudamiento de los países en desarrollo— por lo que no querrán emplear sus propios recursos en préstamo alguno, y mucho menos con países endeudados con los cuales están todavía muy comprometidos precisamente en términos de su capital. La paradoja se complica por el hecho de que como la deuda bancaria forma la parte proporcionalmente más grande de la deuda externa de estos propios países —casi dos terceras partes para los 15 países del plan Baker— se obliga a los deudores a asumir la acrecentada carga inducida por las elevadas tasas reales de interés, para terminar contribuyendo a las arcas de los bancos comerciales. Esta contribución se sustenta en el empleo de otras fuentes de financiamiento internacionales o en la generación de grandes excedentes comerciales que suponen una transferencia negativa de recursos hacia los países industrializados.

La acumulación de la deuda con los acreedores bancarios, aunque un instrumento cómodo para el financiamiento del desarrollo y la creación de liquidez durante el decenio de 1970, parece haber llegado a su fin. Habrá que establecer un nuevo sistema, a menos que la posición de balance de pagos de los países en desarrollo se transforme a fondo en un futuro inmediato. Tendencias que ya operaban antes de la crisis de la deuda y que fueron reforzadas por sucesos posteriores, hacen descartar como una fuerza principal en los años venideros para el financiamiento de los países deudores a los bancos comerciales. ¿Cuáles son las perspectivas con respecto a otras fuentes de financiamiento?

Analicemos, en primer lugar, una de esas fuentes de financiamiento que ha sido mencionada con insistencia, a saber, la inversión directa extranjera. La principal observación con respecto a ella es que, para los 10 deudores más grandes, en su punto máximo de auge, con un promedio al año de 6 303 millones de dólares (en 1981/

<sup>4</sup>Lessard y Williamson (1985, p. 17) presentan una estimación del crecimiento futuro del crédito bancario a los países en desarrollo en el futuro cercano, a saber, un 3% anual del que el grueso estaría constituido sólo por financiamiento del comercio. La participación de los 10 deudores principales aumentó a una tasa de 2% por año desde fines de 1982 a marzo de 1985, cifra que podría haber mejorado últimamente después de la entrada en vigor de la sección acerca del dinero fresco en el programa argentino que comenzó a ejecutarse a comienzos de julio de 1985. (Véanse WFM, 1985 a, p. 4 y también los comentarios de Lawrence S. Brainard del Bankers Trust Co. (1984).)

1982) no representaría más que 15% de los pagos anuales por concepto de intereses de esos mismos países. En realidad, además, la inversión directa extranjera ha descendido más bien abruptamente. Esto es consecuencia natural del desaliento provocado por la crisis económica generada por el peso del endeudamiento más bien que de una antipatía irracional y un reglamentarismo supuestamente excesivo por parte de los gobiernos o la opinión pública de los países en desarrollo. Pese a todas sus posibles ventajas en cuanto aporte de conocimientos sobre la comercialización o las tecnologías de producción y gestión, la inversión directa extranjera no ha de ser una fuerza de efectos significativos sobre el balance de pagos.

Relacionado en alguna forma con la inversión directa extranjera, se encuentra el asunto de la fuga de capitales. Todavía en el período 1983-1984, los egresos de capital de los 10 países más altamente endeudados representaban más de la mitad del volumen de la nueva deuda acumulada (WFM, 1985 a, cuadro 5). En tal egreso han influido decisivamente no sólo algunas tendencias de largo plazo sino también algunos acontecimientos más recientes. Desde un punto de vista de largo plazo, la fuga de capitales desde los países deudores es sólo un caso más de un fenómeno mundial de diversificación de carteras por los inversionistas locales, que aprovechan la internacionalización de los mercados financieros. En tiempos más recientes esa tendencia se ha visto estimulada por la gran rentabilidad que puede obtenerse con colocaciones financieras a consecuencia de las altas tasas reales de interés, así como de reformas institucionales, como la eliminación de las retenciones impositivas en la fuente. Para los países deudores es difícil competir contra esa rentabilidad, problema que se complica por las consecuencias recesivas de los planes de renegociación de la deuda. Parece haber escasa probabilidad de que vuelvan a afluir los capitales, en volumen significativo, aunque una buena política macroeconómica por parte de los países deudores podría, al ofrecer mejores perspectivas para la reinversión privada, aumentar tal afluencia dentro de ciertos límites. El tratamiento fiscal interno de este problema es por cierto un tema muy controvertido, particularmente en aquellos países en los que se han instituido sistemas de subsidio de la deuda externa privada —relacio-

nados íntimamente con operaciones en que los depósitos de las mismas personas en el extranjero han funcionado como garantía colateral para los empréstitos otorgados por los bancos extranjeros.

Por lo tanto, de entre las potenciales fuentes de financiamiento sólo restan las fuentes oficiales o con aval público. Examinemos en primer lugar los esquemas bilaterales. A raíz de la mayor participación de los préstamos bancarios en el financiamiento del balance de pagos para los países en desarrollo, los créditos oficiales de exportación perdieron parte de la suya durante el decenio de 1970. Como porcentaje de los ingresos totales de los países en desarrollo, los créditos de exportación bajaron de 15% a comienzos del decenio de 1970 a 12% en 1981; de ahí en adelante siguieron bajando para llegar a sólo 8% en 1983 (Banco Mundial, 1985, recuadro 7.2, pp. 96-97). En gran medida, esa caída es sólo una expresión del descenso de las importaciones de los países en desarrollo y, más concretamente, de sus importaciones de bienes de capital. Sin embargo, también hay razones por el lado de la oferta que explican la reducción en los créditos de exportación. Aunque las tasas de interés que se cobran sobre los créditos de exportación han estado subiendo desde abril de 1978, cuando se firmó un acuerdo entre los países de la OCDE al respecto, el alza de las tasas de mercado desde fines de 1979 había aumentado el total de los subsidios por intereses de 2 000 millones de dólares en 1978 a 5 500 millones en 1981. Los organismos de crédito a la exportación recobraron 1 000 millones de dólares en 1982 y 2 500 millones en 1983, menos que sus egresos y eso en el mismo momento en que la austeridad fiscal en todos los países de la OCDE exigía de sus organismos oficiales que se bastaran por sí solos (UNCTAD, 1985, pp. 114-115).

Como consecuencia de lo anterior, los organismos de crédito a la exportación han sido criticados por su comportamiento imitativo que ha sido más marcado aún que el de los bancos comerciales; es decir, su comportamiento ha sido procíclico. Las condiciones de los préstamos se han vuelto cada vez más onerosas y, lo que es peor, se ha suspendido la cobertura a países que han iniciado renegociaciones con el Club de París. Sólo con gran rezago se ha vuelto a dar esa cobertura una vez que las negociaciones hubie-

ron fructificado. En consecuencia, para los 10 mayores deudores —de los cuales ocho han apelado al Club de París— los créditos de exportación oficiales netos provenientes de los países de la OCDE bajaron de un promedio anual de 3 700 millones de dólares en 1979-1981 a 2 740 millones en 1982-1984. Para cinco de los 10 países las corrientes netas fueron, de hecho, negativas (WFM, 1985 a, cuadro 18, p. 11).

Hay evidente necesidad de ampliar el papel que desempeñan los organismos oficiales de crédito a la exportación tanto a largo plazo como en el contexto de la crisis de la deuda. En realidad, algunos de los planes para resolver el problema de la deuda giran en torno de un aumento radical de los fondos provenientes de tales organismos. También se necesita cobertura no sólo para los bienes de capital sino para insumos corrientes, como lo previó el Eximbank para el Brasil en 1983. Pero el papel que pueden llegar a desempeñar está íntimamente relacionado con la política monetaria y fiscal de los países de la OCDE, que en su presente etapa deflacionaria ha conspirado contra un auge de sus actividades.

En lo que toca a las instituciones multilaterales, cabe observar que el Banco Mundial aumentó sus erogaciones a los países endeudados, llegando a un total de casi 5 000 millones de dólares en el período desde fines de 1982 a junio de 1985 para los 10 deudores principales. En términos de tasa de incremento, sin embargo, esta cantidad no es muy superior a la tasa de interés que regía en esos mismos años. Los procedimientos del Banco Mundial han sido acerbamente criticados a raíz del lanzamiento de la iniciativa del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos —James Baker— con respecto al problema de la deuda, lo que nos exige de mayores comentarios. Pero, además, subsiste la oposición del Gobierno de los Estados Unidos a aumentar los recursos del Banco Mundial lo que impide, en el mediano plazo, una mayor movilización de fondos con destino a los países endeudados. Mientras tanto, un obstáculo aún mayor para que el Banco Mundial pueda cumplir un papel más relevante en la solución de la crisis de la deuda es la condicionalidad adicional y la condicionalidad recíproca con el Fondo Monetario Internacional que se está tratando de imponer en sus préstamos de desembolso rápido. Los países deudores, además, encuadrados por planes del FMI, también tropiezan

con severas limitaciones presupuestarias para cumplir las exigencias de contraparte local que involucran los préstamos del Banco Mundial. Pero es, sobre todo, el intento de promover propuestas de programas unilateralmente ideologizadas a través de la condicionalidad de los préstamos, lo que aparte de no ajustarse plenamente a los estatutos del Banco, impide a los países deudores aprovechar más plenamente su acceso potencial a tales recursos.

No puede dejar de subrayarse el papel del Fondo Monetario Internacional en la provisión directa de recursos en el contexto de la crisis de la deuda. El Fondo, en efecto, prestó casi 10 000 millones de dólares desde fines de 1982 a mediados de 1985 a los 10 principales deudores (WFM, 1985 a, cuadros 8 y 9, p. 5). Para los 15 países deudores previstos en la iniciativa Baker, en el período de 1982-1984, el Fondo proporcionó cerca del 20% del financiamiento externo.

Aparte de las discrepancias sobre la condicionalidad, las dificultades para una continuación de ese papel están a la vista. El acceso a los recursos del Fondo se ha vuelto más rígido y no parece haber ninguna iniciativa en camino para reponer los fondos amparados por la política de acceso ampliado que ha reemplazado al servicio del financiamiento suplementario. De hecho, pese al pequeño potencial de expansión del crédito privado para los países en desarrollo en un futuro cercano, parece que la política de los principales países industrializados es mantener al Fondo Monetario Internacional como un prestamista de última instancia y estimular la estabilización y el ajuste más bien que facilitar nuevo financiamiento. Por consiguiente, el Fondo Monetario Internacional muy pronto podría llegar a ser un receptor neto de fondos. Los repagos están sufriendo muy aceleradamente a medida que tocan a su fin los planes posteriores a 1982. Y los países que busquen un renovado apoyo del Fondo descubrirán que sus giros difícilmente superan sus repagos (WFM, 1985 a, cuadro 15, p. 9).

De seguirse las políticas actuales, por lo tanto, parecería haber muy poca posibilidad de que las instituciones oficiales vuelvan a actuar para asumir el papel que han abandonado los bancos comerciales, a saber, el de proveer liquidez y el financiamiento para el desarrollo. En el corto plazo se da el hecho más grave aún de que la

pérdida neta de recursos que resulta de la importante diferencia entre los pagos de intereses a los bancos y el "dinero fresco" que ellos proporcionan está siendo cubierta obligadamente por los países deudores mediante la acumulación de saldos comerciales positivos. Tal pérdida significa una transferencia real negativa de recursos de los países en desarrollo hacia los países industrializados. En el caso de América Latina, por ejemplo, la transferencia negativa neta acumulada de recursos reales, en el período 1982-1984, superó los 106 000 millones de dólares (sin contar los efectos de la relación de precios del intercambio), es decir, un promedio cercano al 3.2% del ingreso nacional total de la región (CEPAL, 1985).

Las consecuencias de la grave carga del servicio de la deuda externa, por lo tanto, han cerrado una era de financiamiento fácil con crédito bancario comercial, cuyas condiciones en todo caso nunca fueron totalmente satisfactorias para los países en desarrollo. Es necesario instaurar un nuevo sistema financiero que impida que la

transferencia negativa de recursos se vuelva crónica, a consecuencia del gran volumen de la deuda pendiente. Los cálculos de la UNCTAD por ejemplo, señalan que con las tasas actuales de interés, sería muy difícil imaginar cualquier otra fuente de crédito que fuera suficiente para llenar el vacío, y aunque estuviera disponible en términos concesionales, todo el proceso podría muy pronto culminar con la acumulación de un problema de endeudamiento incluso más serio (UNCTAD, 1985, pp. 107-110).

Ninguna reforma del sistema internacional de creación de liquidez y de financiamiento del desarrollo parece entonces satisfactoria. Pero en realidad las tasas de interés no son fenómenos naturales. ¿Sería concebible que las tasas de interés fueran suficientemente bajas como para generar un alivio considerable de la carga de la deuda para los países en desarrollo? ¿Y cuál sería la conexión entre tal posibilidad y la reforma del sistema monetario internacional? La sección siguiente está dedicada a contestar esas preguntas.

## II

### La coordinación de políticas económicas entre países, la reforma del sistema monetario internacional y la solución fundamental del problema de la deuda externa

Desde que comenzó la crisis de la deuda se ha discutido acaloradamente acerca de quién —banqueros o gobiernos deudores— fue responsable de la acumulación de la deuda a niveles que se consideran excesivos. Otros comentaristas tienden a culpar a los gobiernos de los países industrializados por haber estimulado activamente el proceso como forma de reciclar los superávit petroleros a través de los mercados privados. ¿Pero es realmente cierto que los niveles de la deuda son demasiado altos? La carga del servicio de la deuda, dado que "voluntaria" o "involuntariamente" los acreedores han ido accediendo a una prórroga de las amortizaciones, se reduce a la carga de los servicios por intereses. A su

vez, este servicio depende no sólo del monto del capital sino, también, de las tasas de interés.

Ahora bien, a partir del último trimestre de 1979, las tasas de interés nominales subieron aceleradamente por efecto de la nueva política monetaria que aplicó la Reserva Federal de los Estados Unidos. El énfasis puesto en la fijación de metas monetarias se sumó a su rigurosidad para generar una gran volatilidad en las tasas de interés nominales y reales. Después de esa fecha, gran parte de la acumulación de la deuda se debió a la necesidad de refinanciar el pago de intereses adicionales. Por consiguiente, se inició un sistema "Ponzi" de financiamiento bajo el cual la situación, parcialmente al menos, ha escapado

a la voluntad de los deudores (y también de los acreedores). Nuevos préstamos son otorgados para, simplemente, financiar intereses sobre la deuda ya acumulada. ¿Eran excesivos los montos de la deuda hasta 1979? ¿Es que los deudores y los acreedores habían sobrepasado irremediabilmente todo límite razonable a juzgar por la experiencia histórica.

Todo lo contrario. La experiencia histórica sobre las tasas de interés es muy clara. Si se toma la tasa Prime de los Estados Unidos como la tasa de interés nominal y el índice de los precios al por mayor —que hace ya algunos años se denomina de precios del productor— en ese país como indicador de la inflación, el promedio de la tasa de interés real en los 60 años que van de 1920 a 1979 era sólo poco superior al 1% por año. Si no nos remontáramos tan atrás en el pasado y tomáramos el período 1960-1979, la tasa de interés real medio habría sido de 1.3% anual. Como es bien sabido, en el decenio de 1970 la tasa de interés real medio fue ligeramente negativa. Pero ningún gobierno prudente de un país deudor ni un banquero precavido hubiera confiado en que permanecería así.

Después de 1978 las tasas nominales de interés siguieron de cerca la inflación durante dos años, en 1979 y 1980. Pero cuando se frenó la inflación hacia 1981, las tasas nominales, aunque bajaron de nivel después de 1981 —principalmente después de la crisis de la deuda de mediados de 1982— se han mantenido a una altura que genera tasas reales de interés de alrededor de 10% por año para el cuatrienio 1981-1984. En 1985 hubo alguna reducción en las tasas nominales, que bajaron de su máximo de 13% en el tercer trimestre de 1984 a 9.5% en el segundo semestre de 1985. Pero las tasas reales permanecían, todavía, en el tramo de 6% a 7% anual.

Ningún antecedente en la experiencia anterior a 1979 hubiera indicado a un agente económico a fines del decenio de 1979 que las tasas de interés reales alcanzarían un nivel tan alto y que lo mantendrían. Los únicos otros casos de tasas reales de interés por sobre el 10% anual fueron los primeros tres años de la crisis del decenio de 1930 y el año 1921, también un año de crisis después de la inflación posterior a la primera guerra mundial.<sup>5</sup> Además la dispersión alrede-

dor de estos promedios a largo plazo es bastante baja, con un máximo, en la postguerra, de 4.6% en 1967.

La cuestión, entonces, no es que gobernantes y banqueros hayan necesariamente proyectado hacia el futuro las tasas reales negativas de interés de fines de los setenta (una circunstancia más bien exótica que sólo se vio, persistentemente, en el decenio de 1940). Bastaba con imaginar una continuidad de la experiencia histórica normal para estimar que el servicio de los intereses sobre la deuda externa podría haberse enfrentado fácilmente, aun sin refinanciaciones, por medio de nuevos préstamos con un escaso esfuerzo de ajuste.

Aún en 1985, con todas las nuevas deudas acumuladas y el impacto sobre los ingresos de exportación de los menores precios registrados en la postguerra, la cuenta corriente de los 15 países más endeudados y previstos en la iniciativa de Baker habría registrado un superávit considerable de haber persistido las tasas reales de interés en sus niveles históricos. En efecto, si se mide la inflación por el índice de precios al por mayor de los Estados Unidos, ésta era en 1985, sólo algo mayor al 2%, y si a esto se suma una generosa tasa real de interés de 1.5%, más, digamos, un margen bancario de un punto, las tasas nominales de interés no deberían haber llegado al 5% para un país deudor en desarrollo; en cambio, en ese mismo año superaban el 10%.

A una tasa nominal de interés del 5% sobre la deuda acumulada de 427 000 millones de dólares para los 15 países, a fines de 1984 los servicios por intereses no hubieran llegado a más de 21 000 millones. Pero en 1985 el saldo conjunto de comercio de esos mismos 15 países superaba los 39 000 millones con aumentos en las reservas y otros renglones de menor importancia que restaban sólo unos 5 000 millones del saldo de comercio. Por lo tanto, aun después del pago de intereses hubiera restado un superávit de casi 14 000 millones de dólares que hubiera permitido mayores importaciones o incluso una reserva

---

mayor —más tarde de precios de productores— que van hacia atrás hasta 1920 aparece en United States Department of Commerce (1975), y con datos recientes, la misma fuente, 1984.

<sup>5</sup>Una serie de tasas Prime y del índice de precios al por

de unos 3 puntos en previsión de un alza en las tasas reales de interés.<sup>6</sup>

Como es bien sabido no hubo en realidad, un superávit en el balance comercial de esos países en 1982. Pero si las tasas de interés no hubieran llegado a esos niveles extraordinarios y persistentes desde 1981 en adelante, un ajuste mucho menor por parte de los países deudores hubiera permitido lograr el equilibrio de la cuenta corriente y así garantizar su solvencia, y continuar, aunque en niveles inferiores, con el financiamiento de mercado.

Los argumentos sobre las responsabilidades en la acumulación de la deuda están por lo tanto mal planteados. Tanto los banqueros como los gobiernos de los países deudores han sido sorprendidos por un nivel absolutamente imprevisible y literalmente extraordinario de tasas reales de interés. Los banqueros, al aumentar los márgenes, sólo en grado menor han contribuido a ampliar un fenómeno en el que no tuvieron parte en generar y que de hecho desembocó en una situación en que gran proporción de su cartera, tanto internacional como interna, ha terminado en condiciones bastante precarias.

Hemos visto ya que a los niveles actuales de las tasas de interés es inconcebible que otras fuentes pudieran reemplazar a los bancos comerciales en generar una afluencia suficiente de financiamiento como para lograr el equilibrio de cuenta corriente. Hemos visto ahora que fue el nivel extraordinario de las tasas de interés real el que generó la crisis de la deuda y que es culpable, en alto grado, del retiro de los bancos comerciales del financiamiento para los países en desarrollo. La crisis del endeudamiento, en suma, se origina en el alto nivel de las tasas de interés. En realidad, esta es sólo una parte importante de las consecuencias de un proceso deflacionario, como lo fuera a comienzos del decenio de 1930 o en el año 1921.

El impacto sobre los países deudores de las fuerzas deflacionarias que desataron los países industrializados va mucho más allá de sus efectos sobre las tasas de interés. Los volúmenes de exportación así como sus precios, también se han visto seriamente afectados, lo que a su vez ha

empeorado la situación de balance de pagos de los países deudores. La secretaría de la UNCTAD ha calculado que la pérdida acumulada de ingresos de exportación en el período 1980-1983 debida al descenso de los precios de los productos básicos totalizó 28 000 millones de dólares para un grupo de 48 países en desarrollo. En 1984, los precios de esos productos, exceptuado el petróleo, se recobraron junto con la recuperación de la economía mundial, pero en el tercer trimestre había comenzado un nuevo descenso que continuó durante todo 1985, para acentuarse en 1986. El índice del Banco Mundial para los precios de los productos básicos había llegado en 1985 a su punto más bajo —81 de un promedio de 100 en el trienio de 1979-1981— desde que se comenzó la serie a fines del decenio de 1940 (UNCTAD, 1985, p. 78).

La sobrevaluación del dólar de los Estados Unidos también ha sido consecuencia de las políticas deflacionarias que se siguieron después de 1979, por lo que casi no tiene interés analizar qué factor —el nivel de actividad económica de la OCDE o el alto precio del dólar— ha originado los bajos precios de los productos básicos. Por supuesto que hay también fuerzas a largo plazo relacionadas con la sustitución técnica de algunos materiales, como el cobre, que no pueden sino parcialmente ser influidas por la acción política. Pero, en cambio, el descenso de los precios de los cereales, la carne y el azúcar se debe, en gran medida, directamente a los sistemas de subsidio aplicados por los países industrializados.

La combinación de altísimas tasas reales de interés y precios bajos de los productos primarios engendrados por la política económica de los países industrializados, se ha traducido en una transferencia real de recursos en sentido inverso —es decir de los países en desarrollo hacia los países desarrollados— que asume proporciones gigantescas. En América Latina, por ejemplo, la pérdida de ingreso por efecto de la caída en la relación de precios del intercambio y las elevadas tasas de interés real se acercaría en 1985, a los 30 000 millones de dólares por año, que es más del 3% del producto interno bruto de la región.<sup>7</sup>

<sup>6</sup>Las cifras sobre financiamiento externo y deuda de los 15 países que figuran en el plan Baker aparecen en *Institute of International Finance* (1985).

<sup>7</sup>Véase CEPAL (1985), donde aparecen cifras sobre el deterioro de la relación de precios del intercambio desde 1980 (16.5%, cuadro 9) que aplicadas a las exportaciones totales —a precios de 1985— de 91 930 millones de dólares (cuadro

Sin embargo, la necesidad de reducir las importaciones a fin de permitir esa transferencia de recursos se ha traducido en una menor compra en el exterior por parte de los países en desarrollo, cifra que la UNCTAD calcula ha implicado la pérdida de cerca de 7 millones de hombres-año de empleo en Europa y casi 1 millón de hombres-año en los Estados Unidos y Canadá en el período 1982-1984 (UNCTAD, 1985, p. 119 y cuadro 26, p. 120).

Es así como las políticas deflacionarias aplicadas en los países industrializados han dado origen a una crisis en los países en desarrollo que a su vez repercute como una nueva fuerza deflacionaria sobre los niveles de producción y empleo en los países industrializados, cualquiera sea el beneficio que pudieran haber logrado en función de la transferencia de recursos desde los países en desarrollo.

Hay un creciente consenso de opinión entre los economistas que atribuye los altos tipos de interés a la combinación específica de políticas económicas que aplicó los Estados Unidos en este período y también responsabiliza a esa combinación por el alto valor del dólar con sus efectos sobre los precios de los productos primarios. Una política de rigidez monetaria ha sido seguida por una expansión fiscal. Comenzando con las reducciones fiscales y el mayor programa de rearme de la administración de Reagan, el Gobierno de los Estados Unidos ha aumentado su déficit fiscal a un nivel que casi llega al 5% de su producto interno bruto. Como persiste un coeficiente más bien bajo de ahorro interno, el déficit se vuelca hacia el resto del mundo al buscar el gobierno fondos para llenar esa brecha. De 1982 a 1984, la cuenta de capital de los Estados Unidos experimentó un vuelco positivo de alrededor de 90 000 millones de dólares. En la zona de la OCDE, el Japón representó la mayor parte de esta mayor afluencia neta de capitales hacia los Estados Unidos. Una diferencia de alrededor de 30 000 millones de dólares fue cubierta por los países fuera de la OCDE, especialmente con una

12) implicarían un total de unos 15 000 millones de dólares. Por otro lado cuatro o cinco puntos del alza en los tipos de interés aplicados a la deuda global de 360 000 millones (cuadro 15) implica otros 15 000 millones de dólares; la suma de ambos renglones en comparación con el producto interno bruto total de la región —890 000 millones de dólares— da un 3.3%.

reducción de las corrientes netas de capital hacia los países en desarrollo no productores de petróleo a medida que reducían sus déficit en cuenta corriente en unos 40 000 millones de dólares.<sup>8</sup> En realidad, el Gobierno de los Estados Unidos ha reemplazado a los países en desarrollo en esta nueva etapa del reciclaje financiero internacional, en la que Japón y algunos otros países desarrollados como la República Federal de Alemania, cumplen ahora el papel que correspondía anteriormente a los países de la OPEP en la época del reciclaje del decenio de 1970. El país más rico del mundo está absorbiendo, así, recursos del resto del globo y financiando en el extranjero una gran proporción de su déficit fiscal, consecuencia de un programa ampliado de rearme acompañado de reducciones tributarias.

El problema fundamental de la política de los Estados Unidos de combatir la inflación mediante la revaluación del dólar es su asimetría. No todos los países pueden simultáneamente lograr una revaluación de sus propias monedas, aunque en un mundo de tipos de cambio flotantes puede hacerse el intento mediante un proceso de revaluaciones competitivas (en vez de la política clásica de empobrecer al prójimo con devaluaciones competitivas, sistema que el acuerdo de Bretton Woods estaba destinado a evitar). Inspirados en las supuestas ventajas de los tipos de cambio flotantes para lograr una autonomía total para la política económica en cada nación, se abandonaron los intentos tradicionales de coordinar la política económica internacional, en favor de la benéfica acción de una supuesta "mano invisible" que se aplicaría a la comunidad de naciones, así como A. Smith previó para las economías nacionales. Es así como en los últimos años hemos visto una divergencia marcada en las políticas económicas, lo que lleva a valores extremos en algunas de las variables determinadas por los mercados, por ejemplo, en los tipos cambiarios o de interés.

En algunos casos esta actitud ha sido consagrada como dogma. Vemos, por ejemplo, que Henry R. Naun —antiguo funcionario del United States National Security Council a cargo de los asuntos económicos internacionales— se declara partidario del uso afirmativo del poder económico de los Estados Unidos en el mercado y de

<sup>8</sup>Véase OCDE (1985 b) y el análisis que ahí figura sobre la reorientación de las corrientes de capital.

una función relativamente pasiva en la diplomacia económica de ese país, combinación que podría, a su juicio funcionar porque su poder en el mercado internacional sigue siendo mucho mayor que el que tiene en la mesa de negociaciones (Bergsten, 1985 y Naun, 1984-85). Sin embargo, los grandes desequilibrios que está viviendo la economía mundial, de los cuales la deuda es sólo un aspecto, y algunas investigaciones académicas sobre las políticas óptimas en una economía internacional, estarían apuntando a que ha llegado el momento de reemplazar el unilateralismo por un enfoque coordinado. Las medidas proteccionistas que toman los Estados Unidos, inspiradas en el alto valor del dólar, parecen haber convencido al gobierno de la necesidad de modificar su actitud anterior y de aceptar el concepto tanto de intervenir en los mercados cambiarios como de hacerlo en forma coordinada por lo menos entre los países occidentales de la cumbre (Grupo de los Cinco).<sup>9</sup>

El problema de la deuda sólo encontrará solución permanente en un contexto de crecimiento económico mundial con niveles razonables para los precios de los productos primarios y para las tasas reales de interés. Las controversias sobre la magnitud exacta de las elasticidades de las exportaciones de los países en desarrollo en relación con las tasas de crecimiento de los países de la OCDE no alteran el hecho básico de que es necesario este crecimiento para que puedan ele-

varse las exportaciones de los países deudores y puedan seguir financiando tanto el servicio de la deuda externa acumulada como un volumen mayor y creciente de importaciones.<sup>10</sup>

Lo que es aún más importante, la reducción de las tasas reales de interés a los niveles históricos ciertamente eliminaría de raíz el problema de la deuda. Pero para que bajen esas tasas de interés, habría que continuar una acción coordinada entre los Estados Unidos, Europa y el Japón de manera que pueda seguir financiándose el déficit fiscal de los Estados Unidos. El problema de la deuda se relaciona íntimamente con una reforma del sistema monetario internacional que aumentaría los mecanismos de supervisión para evitar políticas "unilaterales" e introduciría, quizá mediante el establecimiento de un nuevo sistema de tipos de cambio, fuerzas que obligaran a tal coordinación. La solución fundamental, a largo plazo, de la crisis de la deuda también exigiría reformas institucionales del sistema monetario internacional a fin de generar liquidez y financiamiento suficientes del desarrollo como para reemplazar a los bancos comerciales en el papel que desempeñaron en el decenio de 1970.

<sup>9</sup>Oudiz y Sachs (1984) han investigado cómo una serie de políticas desconexas probablemente resulte ineficiente. Véase también Marris (1985).

<sup>10</sup>Véase Cline (1983), capítulo 3. También Dornbusch y Fisher (1984), presentan otros cálculos de las mismas elasticidades. En cuanto al concepto de que el crecimiento de la economía mundial es absolutamente indispensable para la solución del problema de la deuda, véase el discurso pronunciado por el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos —James Baker— en la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial (Seúl, octubre de 1985) y WFM (1985 b).



## III

## El proceso de ajuste en los países altamente endeudados, la condicionalidad y el problema de la deuda en una etapa de transición hacia una economía mundial en crecimiento

Demorará algún tiempo volver a un proceso de crecimiento con estabilidad de precios y tasas de interés real más bajas, así como niveles razonables de precios de los productos básicos. Esperemos que esto no suponga un "aterrizaje de emergencia" para el valor del dólar dado las consecuencias negativas que puede tener para todos los países. Mientras tanto, hay urgente necesidad de aliviar la carga de la deuda, la que no sólo se ha traducido en estancamiento y crisis para los países en desarrollo, sino que ha demostrado, también, ser una fuerza deflacionaria más en la economía mundial y se cierne como grave amenaza sobre la estabilidad del sistema financiero internacional.

Las medidas que deben tomarse deberían enfocar las causas fundamentales del problema. No sería lógico suponer que el problema de la deuda se produjo por el fracaso simultáneo de la gestión económica por parte de todos los países afectados, dadas sus diferencias en cuanto a política económica y régimen político. Después de tres años de ajuste y de un vuelco radical de sus balanzas de pagos en cuenta corriente, lo que subsiste del problema de la deuda es, sin lugar a dudas, ajeno al control de los países deudores. El problema de la deuda, tal cual se da ahora, debe verse como lo que en realidad es, es decir, como un impacto externo causado por las políticas económicas que siguen los países industrializados, que han colocado los valores de variables económicas claves en niveles anormales, sin que haya razón para suponer que tales políticas no serán rectificadas. Se trataría, por lo tanto, de un impacto reversible, y a fin de no introducir otro factor deflacionario innecesario en la economía mundial, debiera tratarse con la provisión de financiamiento, para evitar así una mayor contracción de la demanda global. Más aún, un impacto exógeno reversible no debiera traducirse en un ajuste en la asignación básica de recursos que pudiera después ser difícil de modificar. Es

decir, que si los actuales niveles de las tasas de interés fuerzan a la necesidad de altos superávits de comercio, no sería lógico inducir una promoción acelerada del sector de exportaciones o la inversión en sustitución de importaciones, que serán innecesarias una vez que esas tasas de interés hayan vuelto a sus valores normales. En términos de señales de mercado, los precios de hoy (niveles de los tipos de cambio y de interés) no constituyen una orientación adecuada para las decisiones de inversión a largo plazo ya que están muy distantes de cualquier equilibrio concebible a largo plazo.

Hasta ahora, sin embargo, la administración del problema de la deuda ha seguido una trayectoria totalmente distinta de la señalada. Los países deudores se han visto obligados a recortar sus gastos internos, lo que ha dado origen al desplome de las importaciones. Y la única esperanza que se les ha ofrecido es que habrá una solución a sus dificultades en un crecimiento basado en las exportaciones, el que debe apoyarse en la correspondiente reasignación de recursos. Ahora bien, una cosa sería justificar una acción equivocada arguyendo que el racionamiento del crédito hacia los países en desarrollo hace imposible escoger otro camino que el que se pide a los países deudores que sigan; otra cosa es atribuir erróneamente el problema de la deuda al gasto excesivo en el plano interno y a una errónea asignación de los recursos, lo que a su vez implicaría que la deuda deben cargarla solamente los países deudores. El problema del endeudamiento exige de un financiamiento externo acompañado por el pequeño ajuste necesario para suprimir el gasto excedente en el grado en que hubiera existido y para inducir el ajuste en las tendencias y las reformas estructurales que eran necesarias de todos modos, antes de que estallara la crisis de 1982.

El sistema monetario internacional debe encontrar formas de encaminar este período de

transición hacia una senda más normal de crecimiento. El Grupo de los 24 y el Consenso de Cartagena han formulado reiteradas y razonadas propuestas de acción, principalmente ante el Fondo Monetario Internacional para afrontar los aspectos inmediatos del problema de la deuda. Al enfocar la crisis de la deuda, correctamente, como consecuencia de un impacto externo, de tipo reversible, las posibles soluciones se vuelven conceptualmente, bastante claras.

El Fondo Monetario Internacional ha aceptado durante mucho tiempo la diferencia entre desequilibrios temporales y desequilibrios fundamentales. Para el primer tipo existen servicios como el de financiamiento compensatorio. Dentro de términos de muy baja condicionalidad, debe proporcionar fondos para compensar descensos exógenos de los valores de exportación o, en años recientes, por el aumento de los precios de importación de cereales. Así también, a mediados del decenio de 1970, entró en funciones el servicio petrolero por el cual se prestó, incluso a algunos países desarrollados, en términos de baja condicionalidad, para evitar contracciones deflacionarias del gasto, a consecuencia de los déficit de balance de pagos que generaba el alza de los precios petroleros. Como han sostenido algunos autores, no hay razón por qué el servicio de financiamiento compensatorio no se pueda ampliar para cubrir otros factores exógenos que afectan el balance de pagos de un país deudor. En particular, William Cline (1981) y Sidney Dell (Dell y Lawrence, 1980) han sostenido que el servicio de financiamiento compensatorio debería comprender el impacto de un aumento en las tasas de interés. El Grupo de los 24 (1979) ha discutido también la posibilidad de crear un servicio a mediano plazo con período de repago adecuado para efectuar la necesaria redistribución estructural de los recursos.

Surge evidentemente la cuestión de la fuente de financiamiento para tales servicios. No hay duda de que, salvo en el caso de los Estados Unidos, las políticas fiscales de los países industrializados todavía son extremadamente restrictivas. Será difícil captar nuevos fondos. Sin embargo, los países superavitarios —como lo fueron algunos exportadores de petróleo hace 10 años— podrían efectuar una contribución especial y por sí solos financiar algunos de estos servicios. Pero, además, se dramatiza en exceso, mu-

chas veces, el esfuerzo necesario para aumentar las cuotas del Fondo Monetario Internacional. Después de todo, de cualquier aumento de las cuotas sólo el 25% tiene que ser hecho efectivo y sobre el restante 75% se gana interés. El costo financiero de un aumento de la cuota, por lo tanto, es mucho menor al aparente. En realidad, no representa más que el costo de la diferencia entre el interés del mercado y las tasas que se aplican al 75% de la contribución —0.85 de la tasa sobre los derechos especiales de giro— más la contribución del 25% en derechos especiales de giro o en ciertas divisas. Las cuotas del FMI, en todo caso, han decaído radicalmente en relación con el comercio mundial o, lo que es peor aún, incluso en relación con los desequilibrios de cuenta corriente.

Hay otras fuentes disponibles que podrían aplicarse para aliviar la carga de los altos pagos por intereses en la transición hacia un régimen mejorado de funcionamiento de la economía mundial. La primera son los 19 000 millones de derechos especiales de giro que se encuentran en el fondo de los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos. Por lo menos parte de esta suma se supone está destinada a evitar crisis del sistema financiero internacional las que, sin duda, ocurrirían si hubiera alguna interrupción importante del servicio de la deuda. Por último, queda siempre la posibilidad de una emisión importante de derechos especiales de giro. Las objeciones explícitas a tales emisiones se han basado en los últimos años en el temor de alimentar la inflación. Habiendo ahora una gran capacidad sin utilizar en todos los países industrializados, con superávit en las cuentas fiscales ajustadas por el empleo pleno en la mayoría de los países, con altas tasas de desempleo y con un menor crecimiento de los ingresos y de los costos de la mano de obra, parece que ha llegado el momento de dejar de preocuparse de la inflación y de embarcarse sin titubeos en la causa de la reactivación económica mundial.<sup>11</sup>

La movilización de otras instituciones oficiales complementaría el establecimiento de servi-

<sup>11</sup> Véase WFM (1985 b), en que aparecen cifras sobre saldos fiscales y en general el argumento de que la expansión es necesaria ahora decisivamente para evitar un proteccionismo mayor y una renovada crisis deudora.

cios adecuados, al amparo del Fondo Monetario Internacional.

No hay duda de que los recursos y procedimientos del Banco Mundial deberán mejorarse de manera que se cuente con un mayor volumen de financiamiento para el desarrollo, ahora que los bancos comerciales han abandonado la función que les correspondía en el decenio de 1970. Sin embargo, sería un error hacer que el Banco Mundial —por falta de recursos y procedimien-

tos adecuados al amparo del Fondo Monetario Internacional— se convirtiera en una institución de apoyo al balance de pagos. Tal idea, que se incorpora parcialmente en la iniciativa Baker, está destinada al fracaso ya que la celeridad, por lo menos, sino la dirección de las reformas estructurales que estimularía el Banco, tendrían escasa relación con una política de solución del impacto exógeno de la deuda externa sobre los países en desarrollo.

## IV

### Conclusiones

El anterior análisis señala una estrategia en dos etapas y consensual —entre países industrializados y países en desarrollo— para abordar el problema de la deuda externa en el plano mundial:

i) Habrá que acometer la reforma fundamental del sistema monetario internacional e iniciar un proceso inmediato de coordinación de las políticas económicas entre países industrializados para lograr un crecimiento económico no inflacionario con menores tasas de interés real y con niveles razonables de precios de los productos primarios.

ii) Se necesita con urgencia financiamiento, en condiciones adecuadas, para los países en desarrollo durante el período de transición hasta que se logre ese nuevo régimen de crecimiento. Ese financiamiento tendrá que provenir, principalmente, de las instituciones oficiales. Las instituciones financieras multilaterales son —después de las reformas necesarias— los candidatos más idóneos para reemplazar los préstamos de la banca comercial. En particular, la condicionalidad debe ser baja, como corresponde a la naturaleza del desequilibrio temporal reversible del balance de pagos durante este período. En esta forma, no se incorporarían nuevas fuerzas deflacionarias a la economía mundial y no se forzaría

un ajuste erróneo a una configuración insostenible de balances de pagos y precios relativos.

Si no se introducen tales medidas y reformas por falta de voluntad política, basada en una equivocada concepción de los intereses propios por parte de los países industrializados o en el fracaso de los líderes políticos en reunir a las diversas partes en un diálogo fructífero para acordar soluciones, continuarán siendo grandes las perspectivas de un dislocamiento grave del sistema financiero mundial. Los países deudores, con cierta renuencia, y después de todos los sacrificios y el ejercicio de alta responsabilidad de los últimos años, se verían obligados a tomar una acción unilateral. En las palabras de la Declaración de Montevideo emitida por el Consenso de Cartagena, en diciembre de 1985: "De no adoptarse el conjunto de medidas propuesto, la región se vería abocada a una situación de gravedad extrema que la obligaría necesariamente a limitar sus transferencias netas de recursos para evitar una mayor inestabilidad social y política que podría revertir los procesos de consolidación democráticos" (Consenso de Cartagena, 1985).

*(Traducido del inglés)*

## Bibliografía

- Banco Mundial (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento) (1985): *World development report*. Nueva York: Oxford University Press.
- Banque des Réglements Internationaux (1985): *Evolution de l'activité bancaire internationale et des marchés financiers internationaux*. Bâle, 29 de octubre.
- Brainard, Lawrence S. (1984): *Future prospects for bank lending to developing countries*, 28 de junio.
- Bergsten, C. Fred (1985): The problem. *Foreign policy*, 59, Washington D.C.: Carnegie Endowment for National Peace.
- Bergsten, F. y otros (1985): Bank lending to developing countries: the policy alternatives. *Policy analyses in international economics*, 10. Washington D.C.: Institute of International Economics. Abril.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1985a): *International banking developments*, Basle, segundo trimestre.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1985): *Notas sobre la economía y el desarrollo*. N° 424/425. Santiago de Chile, diciembre.
- Cline, William R. (1983): International debt and the stability of the world economy. *Policy analyses international economics*, 4. Washington, D.C.: Institute of International Economics. September.
- \_\_\_\_\_ (1981): *U.S. Congress Joint Economic Committee, International economic policy. Hearing, 4 May 1981*.
- Consenso de Cartagena (1985): *Declaración de Montevideo: Propuestas de emergencia para las negociaciones sobre deuda y crecimiento*. Montevideo: Reunión Ministerial, 16 y 17 de diciembre.
- Dell, S. y R. Lawrence (1980): *The balance of payments adjustment process in developing countries*. Nueva York.
- Dornbusch, R. y S. Fisher (1984): *The world debt problem (mimeo) (informe al Grupo de los 24)*, septiembre.
- Financial times* (1984): Londres, 31 de mayo.
- Grupo de los 24 (1979): *Outline for a program of action on international monetary reform (Blue book)*, Belgrado, 29 de septiembre.
- Institute of International Finance (1985): *External financing of selected borrowing countries*. Washington D.C.: mimeo, octubre.
- Lessard, D.R. y J. Williamson (1985): *Financial intermediation beyond the debt crisis. Policy analyses in international economics*, 12. Washington D.C.: Institute for International Economics, septiembre.
- Marris, S. (1985): Deficits and the dollar: the world economy at risk. *Policy analyses in international economics*, 14. Washington D.C.: Institute for International Economics, diciembre.
- Montagnon, Peter (1986): Repackaging country debt. *Financial times*, 14 de enero.
- Nash, Nathaniel C. (1986): Third world loans. *New York times*, 6 de febrero.
- Naun, H.R. (1984-85): Where Reaganomics work. *Foreign policy*, N° 57. Washington D.C.: Carnegie Endowment for National Peace.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (1983): *The internationalization of Banking. The policy issues*. Paris.
- \_\_\_\_\_ (1985 a): *Trends in banking in oecd countries*. Paris.
- \_\_\_\_\_ (1985 b): *Economic outlook*, 37, junio.
- Oudiz, Gilles y J. Sachs (1984): Macroeconomic policy coordination among the industrial economies. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Terrell, H.S. (1984): Bank lending to developing countries: recent developments and some considerations for the future. *Federal Reserve bulletin*, vol. 70, octubre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1985): *Trade and development report*, Nueva York.
- United States Department of Commerce (1975): *Historical statistics of the United States: Colonial times to 1970 (Part 1)*. Bicentennial edition. Washington D.C.: Bureau of the Census.
- \_\_\_\_\_ (1984): *Statistical abstract of the United States, 1984 (104<sup>th</sup> edition)*. Washington D.C.: Bureau of the Census.
- WFM (*World financial markets*) (1985 a): Morgan Guaranty trust Co. of New York, Septiembre/octubre.
- \_\_\_\_\_ (1985b): *Countering world deflation*. Diciembre.