

REVISTA
DE LA
CEPAL



NACIONES UNIDAS

32

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo de la CEPAL
Norberto González

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

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



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

La Secretaría de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe prepara la *Revista de la CEPAL*. Las opiniones expresadas en los artículos firmados son las de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la organización. Las denominaciones empleadas y la forma en que aparecen presentados los datos no implican, de parte de la Secretaría, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

LC/G.1473

Agosto de 1987

Notas explicativas

En los cuadros del presente trabajo se han empleado los siguientes signos:

Tres puntos (...) indican que los datos faltan o no constan por separado.

La raya (—) indica que la cantidad es nula o despreciable.

Un espacio en blanco en un cuadro indica que el concepto de que se trata no es aplicable.

Un signo menos (-) indica déficit o disminución, salvo que se especifique otra cosa.

El punto (.) se usa para separar los decimales.

La raya inclinada (/) indica un año agrícola o fiscal (por ejemplo 1970/1971).

El guión (-) puesto entre cifras que expresen años, por ejemplo, 1971-1973, indica que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

La palabra "toneladas" indica toneladas métricas, y la palabra "dólares", dólares de los Estados Unidos, salvo indicación contraria.

Salvo indicación en contrario, las referencias a tasas anuales de crecimiento o variación corresponden a tasas anuales compuestas.

Debido a que a veces se redondean las cifras, los datos parciales y los porcentajes presentados en los cuadros no siempre suman el total correspondiente.

PUBLICACIONES DE LAS NACIONES UNIDAS

ISSN 0251-0257

SUMARIO

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

Introducción: Deuda interna, deuda externa y transformación económica

Los temas de la deuda interna, la deuda externa, y el proceso de ajuste y transformación económica tienen características especiales que los hacen distintos unos de otros. Pero también muestran relaciones recíprocas importantes, a menudo ignoradas, que es necesario examinar con cuidado. Este número de la *Revista de la CEPAL* trata los tres temas señalados, haciendo hincapié en esas relaciones entre ellos.

La experiencia latinoamericana de los últimos quince años ha puesto en evidencia los riesgos de un proceso acelerado de desregulación financiera. En efecto, en los casos en que dicha desregulación se produjo con rapidez (Chile, Argentina y Uruguay), se registraron tasas de interés reales internas en el sistema financiero que excedieron largamente cualquier cifra razonable.

Previamente al proceso de desregulación, las tasas de interés en los sistemas financieros internos eran bajas y aun negativas en términos reales. Con ello se estimulaba, entre otras cosas, una composición tal del pasivo de las empresas, que la deuda con el sistema financiero resultaba ser un componente extremadamente elevado. Por su parte el capital, otro componente importante del pasivo de las empresas, representaba en general una proporción relativamente baja de él. Ciertas políticas fiscales contribuían a acentuar este fenómeno, al permitir que se descontara el pago de intereses en calidad de costo, lo que reducía las utilidades y por lo tanto la tributación sobre éstas, y al no permitir similar descuento de los dividendos pagados a los accionistas y otros poseedores del capital.

Mientras las tasas de interés se mantuvieron muy bajas o negativas en términos reales, esta situación fue sostenible. Pero al comenzar el sistema financiero a registrar tasas de interés elevadas, la deuda existente exigió pagos de intereses incompatibles con los ingresos normales de las empresas. Estas se vieron entonces forzadas, primero, a refinanciar sus pagos de intereses y aun de capital al sistema financiero, y luego a paralizarlos, con lo que la cartera de colocaciones de las instituciones financieras apareció como más riesgosa o incobrable.

Al decaer al mismo tiempo el nivel de actividad económica, las empresas se vieron afectadas tanto por la vía de los costos como por la vía de los ingresos, y se encontraron forzadas a transmitir el problema al sistema financiero.

Este proceso no fue sincrónico en todas las empresas o en todos los sectores de la economía, pero a medida que transcurrió el tiempo su generalización se hizo evidente. Por esta razón, no todas las instituciones del sistema financiero percibieron el problema de la misma manera al mismo tiempo, aunque tarde o temprano todo el sistema se vio afectado: el nivel de la deuda a las tasas más altas se hizo insostenible, y la acción del Estado en apoyo del sistema financiero fue inevitable.

Los tres primeros artículos que se presentan en este número, elaborados dentro del marco del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional", tratan el tema de la deuda interna desde un punto de vista general, y desde el ángulo de dos casos concretos: Colombia y Perú. Estos dos países presentan situaciones especialmente interesantes de analizar, ya que se apartan en general de los casos más conocidos en la región latinoamericana.

Colombia mantuvo durante largo tiempo políticas económicas estables, que no cambiaron bruscamente ni el grado de control ni el de apertura del sistema financiero. Las políticas estables contribuyeron a limitar la magnitud del problema y a evitar las dificultades financieras generalizadas que se registraron en los países del Cono Sur. En el Perú, las empresas lograron transferir al resto de la economía una parte sustancial de sus dificultades financieras; con ello, el problema se reflejó en una caída muy fuerte de las remuneraciones reales y de los ingresos fiscales, más que en bajas de la producción y aumentos del desempleo.

Los riesgos de una desregulación financiera brusca quedaron particularmente de manifiesto cuando se combinó ésta con una apertura financiera también acelerada. Mientras la desregulación coincidió con altas tasas de interés internas, la apertura generó la posibilidad de evitarlas, al menos parcialmente, por la vía de endeudarse en el exterior, ya que prevalecían en los mercados financieros internacionales tasas de interés

moderadas, y en ciertos casos negativas, en las monedas de sus países de origen. Así, la composición de los pasivos de gobiernos, empresas y personas comenzó a exhibir una participación creciente en el endeudamiento directo o indirecto con el exterior. Estimuló este proceso la rápida expansión de los mercados financieros internacionales. Cuando vino el período de las vacas flacas, es decir, cuando se paralizó el crecimiento de la economía mundial, se elevaron las tasas de interés en los mercados internacionales y se deterioró la relación de precios del intercambio, se hizo imposible para la región continuar sirviendo normalmente la deuda externa.

Frente a la deuda externa no bastó en los países deudores el apoyo del gobierno a sus empresas y personas. Ese apoyo podría haber sido suficiente si la responsabilidad del endeudamiento externo no hubiese recaído finalmente, por razones contractuales o de presión internacional, sobre los propios gobiernos de los países deudores. Al aceptar éstos una responsabilidad respecto de la deuda exterior, se encontraron también ante la necesidad de frenar las economías nacionales, agravando así el problema de la deuda interna. A la paralización de los flujos de financiamiento externo siguieron diversas rondas de renegociación que persiguieron simplemente aplazar el problema.

Tres artículos en este número de la *Revista* se refieren a la deuda externa. El primero de ellos, preparado en la División de Desarrollo Económico de la CEPAL, toca el importante tema de la transformación económica frente a las limitaciones que impone la transferencia de recursos al exterior generada por la deuda. El segundo artículo de este grupo, revisado y actualizado especialmente para esta publicación a partir de un trabajo elaborado para el Sistema Económico Latinoamericano (SELA), analiza la posibilidad de convertir la deuda externa en capital y llama la atención acerca de las dificultades y problemas que presenta dicha conversión. El tercero de los artículos de este grupo, preparado en la Oficina de la CEPAL en México, analiza el endeudamiento externo de los países centroamericanos, menos estudiado tal vez porque los niveles absolutos de deuda en dichos países no parecen altos, si bien en algunos de ellos se registran las cifras más elevadas de deuda externa en relación con el producto o la población.

Tanto frente a una situación de deuda interna insostenible como a una de deuda externa que no es posible servir regularmente, los países deudores se ven ante la necesidad de adoptar políticas de ajuste y de transformación económicas que les permitan superar la situación. En el caso de la deuda interna, el sistema financiero y los deudores deben mejorar la composición de sus pasivos, incrementando el capital en relación con la deuda; es necesario además hacer más eficiente la asignación de los recursos y estimular el ahorro para garantizar un proceso acelerado de acumulación de capital. En el caso de la deuda externa, además de generar los recursos necesarios para pagar es preciso transformarlos en divisas aceptables para los acreedores; debe hacerse hincapié entonces en la producción de bienes y servicios comerciables internacionalmente, lo que a menudo exige efectuar cambios en la estructura productiva y no sólo en los incentivos marginales.

¿Cómo realizar estos ajustes y esta transformación? Es una pregunta que ha venido planteándose con insistencia en los últimos años. Los métodos tradicionales estaban concebidos principalmente para tratar casos aislados, de modo que al aplicarlos de manera generalizada adquieren un claro sesgo recesivo que es necesario corregir.

Los últimos dos artículos en este número de la *Revista*, elaborados en virtud del Proyecto "Políticas macroeconómicas y el proceso de ajuste en América Latina" que lleva a cabo la CEPAL con la colaboración de los Países Bajos, tratan el tema del ajuste. El primero de ellos lo hace a partir de las experiencias latinoamericanas, poniendo de relieve tanto las rigideces internas de las economías como la necesidad de examinar el problema del ajuste desde una perspectiva global. El segundo y último artículo mira el problema desde una perspectiva opuesta, ya que parte de los enfoques teóricos disponibles y los enfrenta a las condiciones latinoamericanas con el propósito de determinar si son aplicables en este marco.

Este conjunto de trabajos, por lo tanto, examina tres temas relacionados entre sí: la deuda interna, la deuda externa y el proceso de ajuste y transformación. Dos enseñanzas fundamentales se desprenden de estos trabajos. La primera es que las políticas estables son más importantes que las políticas ideales que pretendan imponer hasta el extremo ciertos paradigmas de moda. La estabilidad de las políticas está vinculada no sólo a su calidad intrínseca, sino también al apoyo político que logren suscitar; para que éste sea suficientemente amplio, las políticas tendrán que garantizar una justa participación en los costos y en los

beneficios a todos los grupos de la población, así como a través de las fronteras. La segunda es que las políticas no pueden analizarse como si cada una de ellas persiguiese un objetivo aislado de los que buscan las demás. Una política de elevadas tasas de interés que persiga incrementar el ahorro y reducir el déficit externo puede verse derrotada por sus efectos nocivos sobre el sistema financiero en su conjunto. Una política cambiaria concebida para detener la inflación puede acumular desequilibrios sobre el sector externo que hagan explotar a éste con mayor virulencia. Una política de ajuste ideada para reducir el déficit externo de un país pequeño puede resultar contraproducente si muchos otros la aplican al mismo tiempo; o puede resultar completamente inútil si las políticas de los países mayores no le dejan suficiente campo de maniobra. El conjunto de las políticas económicas, por lo tanto, tiene que ser examinado cuidadosamente tanto si se trata de un país aislado, como si se trata de la comunidad internacional como un todo.

Carlos Massad

Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna

*Carlos Massad**
*y Roberto Zahler***

Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América Latina, un problema menos estudiado y comprendido, pero no menos importante, es el del financiamiento y deuda internos. En muchos países de la región este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimular la acumulación de capital y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo pueden contraponerse a los programas y políticas orientadas a enfrentar el problema de la deuda externa de la región.

La mayor oferta de liquidez internacional y las políticas internas inadecuadas estimularon el sobreendeudamiento interno que por su magnitud, plazo, concentración y riesgo, contribuyó a distorsionar y entorpecer el crecimiento económico y la eficiente asignación de recursos, y a debilitar la estabilidad y solvencia de los sistemas financieros internos.

Este proceso que en mayor o menor grado fue vivido por los países de América Latina en los últimos años, si bien puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos para la sociedad. En la búsqueda de alguna forma de prevenir la recurrencia de los problemas del sobreendeudamiento interno, los autores de este artículo han establecido lecciones para formular políticas en el área macroeconómica-financiera. La prudencia en el manejo de ciertos precios claves, la coordinación en las reformas económicas, la cautela en la integración con los mercados internacionales y la implementación de una institucionalidad financiera adecuada a los fines perseguidos y orientada a encender luces de alarma, son algunas de las líneas de acción que se derivan de las experiencias de la región.

*Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Coordinador de Proyectos Financieros PNUD/CEPAL y Profesor de la Universidad de Santiago de Chile. Ex Presidente del Banco Central de Chile.

**Doctor en Economía (cand.), Universidad de Chicago. Asesor Regional en Política Monetaria y Financiera de la CEPAL.

I

¿Es la deuda interna un problema?

La crisis de financiamiento externo que ha afectado a la región desde comienzos de los años ochenta ha ocupado de preferencia la atención de los organismos internacionales, de los analistas y de las autoridades económicas nacionales. Estrechamente vinculado a las dificultades de financiamiento externo de América Latina existe otro aspecto crítico, menos estudiado y comprendido, que es el del financiamiento interno. En varios países este problema ha contribuido a retardar la reactivación económica y a desestimular la acumulación de capital, y en ocasiones las medidas tendientes a resolverlo se han contrapuesto con los programas y políticas orientados a enfrentar la deuda externa de la región.

Tal como ocurre en periodos normales con la deuda externa, los países habitualmente operan con ciertos niveles de deuda interna. Los diferentes acervos iniciales de recursos y capacidades de los agentes económicos, así como la distribución de la población por edades, la estructura de sus preferencias, y las potencialidades para generar proyectos de inversión, entre otros aspectos, hacen que las unidades acreedoras y las deudoras interactúen, básicamente a través de instituciones intermediarias (principalmente el sistema financiero), generándose así deudas y acreencias internas. Como sucede con la deuda externa, para que el endeudamiento interno sirva al proceso de desarrollo económico, es necesario que haya cierta correspondencia entre los montos, plazos y ritmos de crecimiento de la deuda, por un lado, y el dinamismo de la economía (y de las exportaciones, en el caso de la deuda externa), por otro, así como entre la tasa de interés sobre los préstamos y la productividad del capital. Cuando estas relaciones no se cumplen, y los desequilibrios perduran durante periodos significativos, lo que en situaciones normales es un proceso habitual y útil para el desenvolvimiento económico, puede transformarse en una seria traba.

En el análisis de la deuda interna se suele distinguir entre la deuda pública y la deuda privada. La deuda interna pública ha sido analizada extensamente en la literatura, porque forma parte de la política fiscal y porque se supone que el gobierno puede y suele tener conductas económicas diferentes

a las del sector privado. Su estudio ha abarcado temas como las transferencias de bienestar entre el presente y el futuro (es decir, la distribución intergeneracional del bienestar), el efecto de la deuda pública sobre el ritmo de acumulación de capital del sector privado, el desplazamiento o complemento del gasto privado por el gasto público, el efecto del endeudamiento del sector público sobre la tasa de interés y últimamente sobre la riqueza neta, y la reacción del sector privado. Estos fenómenos dependen de las expectativas que se creen acerca de los mecanismos a los que recurrirá el gobierno para servir su deuda, y de la trayectoria esperada de ésta en el tiempo.

La deuda interna privada, en cambio, se ha analizado mucho menos en la literatura, sobre todo desde una perspectiva macroeconómica, porque generalmente se ha supuesto que el efecto neto del comportamiento económico de acreedores y deudores tiende a ser nulo (ya que cada deuda tiene una acreencia equivalente). Esto implica confiar en que a través de mecanismos de mercado que traspasen derechos patrimoniales de algunos titulares a otros dentro del sector privado, se realizarán simples

transferencias de activos, sin que se generen pérdidas netas de capital vinculadas a eventuales efectos negativos de la deuda interna sobre la asignación de recursos, los volúmenes de inversión u otros aspectos.

Sin embargo, lo sucedido en los últimos años sugiere que en un número importante de países el endeudamiento interno del sector privado presenta síntomas y características que hacen de él un importante obstáculo para lograr la reactivación económica y superar la crisis que afecta a la región desde comienzos de los años ochenta. El cuadro 1 muestra que el grado de endeudamiento interno de Argentina, Chile, Ecuador y México creció con gran rapidez entre mediados del decenio de 1970 y comienzos de los años ochenta. Resultados similares se advierten también para Uruguay y Venezuela. En los casos de Colombia y Perú, si bien se observa algún aumento en la relación deuda privada-producto, éste no es de gran magnitud. En Brasil, en cambio, se registra una disminución en dicha relación, la que se explica en parte por un efecto de desplazamiento (*crowding out*) debido a la presión del sector público sobre el sistema monetario.

Cuadro 1

DEUDA INTERNA PRIVADA, 1975-1985^a

(Como porcentaje del producto interno bruto)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	8	25	12	5	12	5	10	14	19
1976	6	25	12	5	13	5	9	16	24
1977	10	24	11	9	13	6	8	18	29
1978	12	24	11	16	15	12	7	21	30
1979	15	21	10	19	16	14	5	23	28
1980	22	18	10	25	16	13	7	27	25
1981	26	14	12	39	18	14	9	33	26
1982	22	14	14	60	19	13	11	39	28
1983	18	12	15	57	20	10	10	46	30
1984		10	14	53	22	8	9	40	28
1985			14	52		9	8	38	30

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio de 1987.

^aSe refiere al crédito del sistema monetario al sector privado a fines del primer semestre de cada año.

Por la magnitud, la duración y el alcance (a diferentes campos de la actividad económica) del endeudamiento interno en la mayoría de los países de la región, el tiempo y el costo que ha significado realizar transferencias de activos entre acreedores y deudores han sido mayores que los supuestos tradicionalmente por la teoría. Además, la diversidad de agentes envueltos (deudores, intermediarios financieros, depositantes, banca extranjera, gobierno), y lo generalizado de la situación, ha demorado y dificultado los procedimientos jurídicos para redefinir y reasignar derechos patrimoniales.

Todo esto se ha traducido en más morosidad de los deudores bancarios, y más carteras vencidas y de alto riesgo en los sistemas financieros nacionales, los que se han visto severamente afectados en sus posiciones de liquidez e incluso de solvencia. La menor disponibilidad de recursos para otorgar préstamos a actividades rentables y dinámicas, y el encarecimiento del costo del crédito, han agravado aún más la situación de los prestatarios del sistema bancario y han mermado sus posibilidades de servir su deuda interna. Con esto se ha desestimado la expansión de la capacidad productiva, y se han complicado y entrabado aún más las posibles vías de solución al problema.

La magnitud y generalización del endeudamiento interno privado y sus estrechos vínculos con los sistemas financieros nacionales, unidos a la rece-

sión de los años recientes y a las elevadas tasas de interés internas, habrían exigido, para resolver el problema, una transferencia masiva de derechos de propiedad. Dicha transferencia fue imposible de realizar debido a los importantes costos políticos y económicos que hubiera tenido. Esto contribuyó a debilitar los sistemas financieros nacionales, a paralizar la inversión y la oferta de crédito bancario, y a estimular la fuga de capitales. Estos fenómenos, muy tangibles, han limitado de manera importante las posibilidades de reactivación y expansión futura del aparato productivo. No menos tangibles e importantes han sido los efectos redistributivos adversos derivados de la asignación de recursos públicos al sostenimiento de ciertas actividades económicas, incluidas por cierto las del sector financiero, en la búsqueda de una "solución" a sus problemas de endeudamiento.

Lo anterior justifica el intento que se reseña en las páginas siguientes, de comprender las características comunes del actual proceso de endeudamiento interno en la región, y sus consecuencias. Tras un breve análisis de los orígenes y de la evolución reciente del endeudamiento interno, se describen sus principales efectos y se exploran las consecuencias de posibles soluciones optativas a este problema, para, finalmente, destacar las principales enseñanzas que ha dejado la experiencia reciente de excesivo endeudamiento interno en América Latina.

II

Principales causas del sobreendeudamiento interno

A comienzos de los años ochenta, la deuda interna de la mayor parte de los países alcanzó una magnitud y extensión tales que, si los activos que representaban el valor presente de los ingresos esperados de los proyectos (de consumo o inversión) que se financiaron con dicha deuda hubieran tenido que venderse para pagar la deuda, lo que se hubiera obtenido no hubiera sido suficiente para pagarla y los acreedores hubieran tenido que enfrentar una pérdida de capital no cubierta. La magnitud del endeudamiento interno se originó en el altísimo nivel de gasto que exhibió América Latina en el período de auge de la segunda mitad de los años setenta. Las

condiciones externas e internas para ese auge fueron transitorias, de modo que al desaparecer dejaron al descubierto la precariedad de las economías nacionales, su nivel excesivo de endeudamiento interno y externo, y la debilidad de los sistemas financieros y productivos nacionales para recuperarse y expandirse.

Uno de los elementos que más fomentó ese gasto desmedido en la región fue la afluencia de capitales externos abundantes entre 1974 y 1981. Los cambios en el sistema monetario mundial y la privatización cada vez mayor de la liquidez internacional, las políticas macroeconómicas de los países industriales y

el impacto del alza brusca de los precios de los hidrocarburos, unidos, en un comienzo, a la baja concentración de créditos de la banca privada internacional en América Latina, explican la gran afluencia de crédito externo hacia la región, inicialmente a bajo costo. Esta mayor oferta de liquidez internacional amplió fuertemente las posibilidades de endeudarse directamente en el exterior —principalmente para gobiernos, empresas públicas y bancos— y acrecentó la capacidad de los sistemas financieros nacionales para hacer préstamos internos.

Las políticas internas estimularon también la demanda de financiamiento interno y externo. Las reformas financieras que en mayor o menor medida aplicaron casi todos los países de la región, contribuyeron más a fomentar el endeudamiento interno de los agentes domésticos cuanto mayor fue la rapidez con que se pusieron en práctica. La liberalización financiera interna, también denominada desregulación financiera, fue un proceso orientado a eliminar o aminorar algunas de las restricciones que afectaban a los sistemas financieros de la región. Entre ellas cabe destacar los controles sobre la tasa de interés, el monto y la composición de la cartera de activos y pasivos del sistema financiero, y las normas sobre el tipo y las características de los instrumentos financieros que los intermediarios financieros estaban autorizados a emitir y colocar en el mercado. Todas estas restricciones habían alentado la proliferación de mercados financieros informales.

Los vínculos entre el endeudamiento interno y la liberalización financiera interna fueron muy estrechos. En efecto, la desregulación rápida de la tasa de interés generó, en medio de políticas antiinflacionarias, altos niveles de las tasas de interés reales activas y también de las pasivas,¹ aunque no en todos los casos se alcanzaron tasas reales positivas (cuadro 2). Los niveles reales alcanzados superaron ampliamente los valores históricos de la tasa de interés.

Los depósitos en moneda nacional en los sistemas financieros nacionales crecieron muy fuertemente, en términos reales y también como porcentaje del producto interno bruto,² lo que permitió a esos sistemas ampliar su capacidad de otorgar préstamos, con el consiguiente incremento de los activos financieros.

Además, la desregulación financiera en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector alentó a los intermediarios

financieros a adoptar una conducta excesivamente audaz en sus intentos por incrementar sus préstamos. En efecto, habituados a actuar en el marco que imperaba con anterioridad a las reformas, los bancos basaron sus análisis de riesgo y solvencia en la historia de cumplimientos pasados de los clientes³ y en sus garantías reales⁴ más que en una evaluación técnica de la calidad de los proyectos y de los ingresos netos que se esperaba de ellos. Esto ayudó a que se expandieran imprudentemente las colocaciones bancarias. Expectativas muy optimistas

Cuadro 2

TASAS REALES DE INTERES, 1975-1985^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina		Chile		Uruguay	
	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva	Activa	Pasiva
1975			114.8 ^b	18.6 ^b		
1976			51.3	0.0		
1977	15.9 ^b	-6.3 ^b	39.2	5.1	5.3	-12.1
1978	0.9	-14.6	35.1	18.7	19.1	0.8
1979	-2.2	-9.4	16.6	4.4	-9.6	-21.7
1980	5.7	-4.4	11.9	4.7	16.7	5.1
1981	19.3	9.3	38.7	28.5	23.9	12.8
1982	11.4	-19.7	35.1	22.4	34.0	27.2
1983		-30.2	15.9	3.9	28.3	12.3

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^aSe refiere a las tasas nominales de interés deflactadas por el índice de precios al consumidor.

^bCorresponde al segundo semestre anualizado, una vez iniciada la liberalización financiera.

¹Las tasas pasivas expresadas en dólares registraron valores muy superiores a las tasas internacionales.

²En parte sustituyendo otras formas de mantención de riqueza, por lo que su efecto neto sobre el ahorro interno fue, por lo general, muy inferior al que tuvo sobre el ahorro financiero.

³Lo que, en presencia de reformas arancelarias, de precios, tributarias, etc., puede y suele verse radicalmente modificado.

⁴Las que pueden sobredimensionarse como consecuencia de movimientos especulativos en algunos mercados de activos, o de políticas que contribuyan a la sobrevaluación cambiaria.

para el futuro económico, la confianza en la estabilidad de las políticas macroeconómicas y el "exitismo" económico imperante contribuyeron a distorsionar la percepción de las posibilidades reales de crecimiento económico. No pocas veces este ambiente de euforia fue estimulado por las propias autoridades económicas nacionales y hasta por organismos financieros internacionales. Con ello se dio impulso a un sobreendeudamiento generalizado de los agentes domésticos y de sectores empresariales y a una sobreexpansión de los créditos aun de las instituciones financieras con mayor profesionalismo.

Un último aspecto vinculado a la liberalización financiera, y de fundamental importancia, fue la falta de una adecuada supervisión y fiscalización del sector financiero, unida a una institucionalidad concebida para un contexto mucho más regulado e intervenido. Esto facilitó, más por omisión que por acción, una excesiva permisividad financiera, estrechamente asociada al sobreendeudamiento interno.

La desregulación financiera, brevemente reseñada más arriba, desempeñó un papel especialmente importante en Argentina, Chile, y Uruguay y, más recientemente, en Venezuela, Ecuador y Bolivia. La apertura financiera externa, que se dio con particular fuerza en los países del Cono Sur, amplió aún más la capacidad de los sistemas financieros nacionales para elevar sus colocaciones; al crear fuertes expectativas de bajas en las tasas de interés, estimuló el endeudamiento interno, a la espera de una caída rápida y significativa de su costo. Por otra parte, las mayores facilidades y estímulos para endeudarse en el exterior,⁵ otorgados especialmente a los intermediarios financieros, fomentaron la captación de recursos financieros de origen externo para su posterior intermediación en los mercados locales.

El proceso de desregulación financiera contribuyó así decisivamente a alentar la demanda interna de financiamiento (la que por la naturaleza misma del mercado de fondos prestables en países como los latinoamericanos tiende a presionar sobre el crédito bancario) y facilitó la disponibilidad de fondos para crédito interno del sistema financiero, el que creció muy fuertemente.

En muchos de los países de la región, las políticas macroeconómicas, y en especial aquellas orientadas a detener y revertir los procesos inflacionarios, ayudaron también, sobre todo en combinación con las reformas financieras recién reseñadas, a fomentar el gasto y el endeudamiento interno.

La influencia del denominado enfoque moneta-

rio del balance de pagos se dejó sentir con fuerza en América Latina en la segunda mitad de los años setenta, no sólo a través de las políticas de apertura financiera al exterior y de reservas de divisas sino que también a través de los programas de estabilización. En efecto, se estimó, sobre la base de la teoría de la paridad del poder de compra y anticipando la creciente importancia que tendrían los bienes transables internacionalmente en las economías nacionales, que la política cambiaria podría desempeñar un papel fundamental en la contención de la inflación. Se generalizó la idea de que el alza de los precios internos estaba íntimamente vinculada a la evolución futura del tipo de cambio nominal, a través del impacto directo del tipo de cambio tanto sobre los costos productivos y financieros (por su efecto en los bienes e insumos transables y en los precios y costos indizados característicos de las economías con alta inflación de la región) como sobre las expectativas inflacionarias. Porque se estimaba que la evolución presente y programada del tipo de cambio influiría fuertemente en el tipo de cambio esperado, se tendió, en la práctica, a ir devaluando a un ritmo menor que el que hubiera correspondido en relación con los movimientos de los precios y de otras variables claves de la economía.⁶ El atraso cambiario resultante fue especialmente notable en los casos de Argentina, Colombia, Chile, Uruguay y Venezuela, aunque se detecta también con claridad en México y Perú en distintos períodos (cuadro 3).

La tendencia a la sobrevaluación cambiaria, unida a una apertura financiera al exterior realizada, por lo general, en forma poco cuidadosa y sin una adecuada supervisión, alentó el excesivo endeudamiento interno a través de varias vías. Por una parte, se estimuló fuertemente el gasto en bienes transables internacionalmente. Además, el atraso cambiario no sólo ayudó a acentuar el déficit en la

⁵A través de fuertes diferencias entre las tasas de interés internas, ajustadas por expectativas de devaluación, y las internacionales, situación provocada en buena medida por el propio proceso de desregulación financiera.

⁶Este manejo cambiario fue hecho posible, y en la mayor parte de los casos, estimulado, por la abundancia de divisas disponibles debido al espectacular incremento de liquidez internacional hacia la región, y a la proliferación de políticas de apertura financiera y comercial en América Latina durante el período. Por otra parte, el aumento de las reservas de divisas gracias a la mayor entrada neta de capitales, y en algunos casos a un mayor control del déficit del sector público, reforzaron los argumentos en favor de la mencionada política cambiaria.

Cuadro 3

EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO REALES, 1975-1986^a

(Índice: 1980 = 100)

	Argentina	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela
1975	196	71	120	131	109	102	76	108	112
1976	129	70	113	115	102	108	82	118	108
1977	166	69	101	111	98	119	90	116	103
1978	149	72	103	127	99	115	113	112	107
1979	111	82	99	114	100	109	107	98	109
1981	143	89	97	93	90	91	84	96	91
1982	170	86	91	112	92	135	87	102	84
1983	167	96	91	118	90	174	90	132	92
1984	163	91	97	118	121	128	86	122	101
1985	190	91	110	138	116	136	99	118	91
1986	191	88 ^b	133	147	130	155	78 ^b	114 ^b	99

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

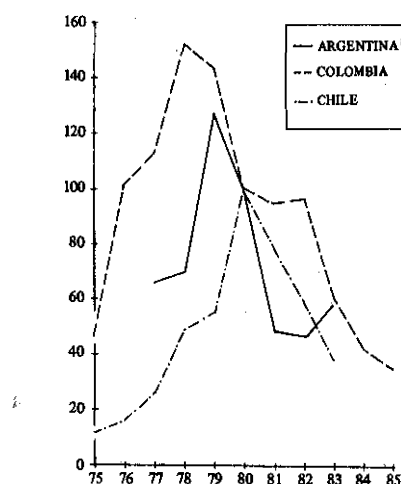
^aCorresponde al promedio de los índices del tipo de cambio real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de los principales países desde los cuales importa, empleando ponderaciones según la estructura de importación.

^bCifras preliminares.

cuenta comercial del balance de pagos, sino que empujó hacia arriba la tasa de interés interna en moneda local, a través de las expectativas de devaluación, al estimular la demanda de crédito interno intermediado por las instituciones financieras. Por último, y esto ciertamente tuvo gran importancia en varios países de la región, la sobrevaluación cambiaria y la apertura financiera al exterior, en ausencia de políticas macroeconómicas compensadoras o de un adecuado control o supervigilancia del endeudamiento externo, tendieron a autorreforzarse e indujeron un alza en el precio relativo de los bienes y acervos no transables internacionalmente. En varios países la inflación de los precios de los activos (la burbuja de precios) a niveles que posteriormente demostraron no ser los de equilibrio, generó un aparente incremento de la riqueza que alentó aún más el gasto y la demanda de financiamiento, a la vez que contribuyó a sobrestimar el valor real de las garantías bancarias, y, por lo tanto, a elevar la oferta de crédito bancario. El gráfico 1 muestra la evolución del precio real de las acciones en Argentina, Colombia y Chile.

En algunos países de la región, las políticas tributarias contribuyeron a que la financiación de las empresas y la formación de capitales pasaran a depender mucho más del sector financiero y del capital

Gráfico 1
PRECIO REAL DE LAS ACCIONES
(Índice: 1980 = 100)



Fuente: Argentina: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986; Colombia: *Anuario de Estadísticas Financieras Internacionales*, 1986; Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

^aPara Argentina el valor del año 1977 corresponde al precio del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

externo que de la colocación de acciones y de la participación directa en empresas. El incentivo tributario para incrementar el endeudamiento interno en relación a la capitalización surgió al considerarse los pagos de intereses como costos que podrían ser deducidos de los ingresos tributables de las empresas. Esta franquicia no era extensiva a otras formas de financiamiento de la inversión (o de adquisición de viviendas) vinculadas a la emisión de acciones, aportes de capital propio, etc.

Por último, también fomentó el sobreendeudamiento interno en algunos países de la región la im-

portante presencia de conglomerados económicos vinculados a la propiedad de los bancos. La acción de esos grupos, a través de la creación de "empresas de papel" o de aplicación de prácticas financieras reñidas con las técnicas de evaluación de riesgos y concentración crediticia, contribuyó decisivamente a acrecentar la morosidad y el monto de la cartera riesgosa, relacionada⁷ y vencida del sistema bancario, haciendo peligrar la solvencia de los intermediarios financieros, e incluso, en ocasiones, provocando su quiebra, o la intervención estatal, o ambas cosas.

III

Evolución y efectos del sobreendeudamiento interno

La evolución del endeudamiento interno y la persistencia de los elementos que lo estimularon tuvieron un conjunto de efectos en la economía en general, y en el sector financiero en particular, cuya importancia ha sido grande en la crisis que ha afectado a varios países de la región desde comienzos de los años ochenta.

Los teóricos y los ejecutores de las reformas financieras confiaban, en esencia, en que tanto la "profundización financiera", consistente en último término en un incremento de los pasivos del sistema financiero de origen interno, como la contribución del ahorro externo al proceso de formación de capital, fomentarían mayores volúmenes de ahorro y una mejor asignación de los fondos prestables.

En la práctica, los resultados en la mayor parte de los países de la región fueron muy diferentes a los esperados. Esto se debió al ritmo muy rápido e inadecuada regulación de las reformas financieras, a la magnitud y velocidad de la entrada neta de capitales externos, así como a la simultánea implementación de otras políticas y reformas que terminaron por favorecer el consumo y la fuga de capitales más que el ahorro, la especulación más que la producción y las importaciones más que las exportaciones. Si bien en la región se generalizó la profundización financiera, también hubo profundización del endeudamiento interno, que no es más que la otra cara de

aquella, mirada por el lado de los activos (crédito interno) del sistema financiero. A la larga, el sobreendeudamiento interno, por su magnitud, corto plazo, concentración y excesivo riesgo, contribuyó a distorsionar y entabrar el crecimiento económico y la eficiente asignación de recursos, y a debilitar muy seriamente la estabilidad y solvencia de los sistemas financieros internos.

Los efectos de las reformas financieras, la falta de coherencia de las políticas macroeconómicas, la excesiva afluencia de crédito externo, la carencia de una adecuada fiscalización del sector financiero y el propio sobreendeudamiento interno, tendieron a reforzarse recíprocamente y se extendieron a diversos ámbitos de la economía. Con la excepción de Brasil y Ecuador, la mayor profundización financiera se reflejó en un incremento en los pasivos del sistema financiero (cuadro 4) pero no en aumentos concomitantes en el ahorro, el que incluso cayó en algunos países mientras crecía el ahorro financiero. Otras políticas estimularon fuertemente el consumo global.

⁷La cartera relacionada es la constituida por préstamos otorgados por el sistema bancario a empresas cuyos propietarios están vinculados a la propiedad o gestión de los bancos que conceden los préstamos.

Cuadro 4

PROFUNDIZACION FINANCIERA, 1975-1985

(Como porcentaje del PIB)^a

	Argentina		Brasil		Chile		Colombia		Ecuador		México		Perú		Uruguay		Venezuela	
	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	Cuasid- nero	M ₂	sidi- nero	M ₂
1975	6	15	1	15	7	11	4	16	4	20	3	12	4	22	3	12	10	28
1976	2	12	1	13	4	8	4	16	4	18	4	13	3	20	10	21	13	33
1977	7	17	1	12	7	11	5	17	4	20	5	13	3	18	14	24	16	38
1978	12	22	2	12	8	13	5	17	4	19	15	25	3	16	18	28	16	40
1979	12	20	2	11	10	14	4	16	4	19	15	25	4	14	23	33	15	35
1980	14	20	1	9	11	17	4	15	4	20	16	25	7	19	22	29	14	31
1981	15	19	1	7	17	23	6	18	4	19	18	27	8	18	30	38	14	31
1982	12	17	2	7	23	29	8	19	4	20	19	26	11	19	38	45	19	36
1983	10	14	2	6	18	24	7	18	3	18	17	23	11	19	40	46	21	41
1984			3	5	19	25	8	17	4	16	19	24	11	17	30	35	21	42
1985					22	26	8	17			17	22			30	35		

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario 1986 y varios números mensuales hasta junio de 1987.

^aSe refiere al cuasidinerero y M₂ medidos a fines del primer semestre de cada año, como porcentaje del producto interno bruto.

La desregulación financiera permitió la presencia de una mayor variedad de activos financieros, orientados a captar recursos de diferentes estratos de ingresos y con variados incentivos para ahorrar. Sin embargo, las expectativas generadas por la apertura financiera externa en cuanto a una caída rápida y pronunciada de la tasa de interés interna hacia niveles internacionales contribuyeron, junto a las tasas de inflación altas y erráticas y a la incertidumbre sobre la estabilidad y duración de las reformas financieras, a que tanto los ahorros como los préstamos fuesen de muy corto plazo.

La creciente intermediación financiera, cuyo aumento en algunos casos fue explosivo, se tradujo en un fuerte incremento de la razón deuda-capital en la mayoría de los países, tanto en empresas financieras como en aquellas no financieras. Estas últimas se tornaron más vulnerables a posibles alzas en las tasas de interés, así como a bajas de la actividad económica y a otros cambios adversos para la rentabilidad empresarial, y las primeras quedaron más vulnerables a las dificultades de pagos y a la mayor morosidad de las primeras, así como a retracciones bruscas en los depósitos internos y en los préstamos externos. Debido a la importancia de los préstamos externos, las fluctuaciones cambiarias

afectaron fuertemente a las empresas endeudadas en dólares, y, en muchos casos, al propio sistema financiero.

Al elevarse las tasas de interés reales, las empresas que habían tenido acceso al crédito bancario con anterioridad a la desregulación vieron incrementada su carga financiera. Por su parte, aquellos agentes que habían estado marginados del mercado financiero formal, y especialmente los consumidores, se vieron relativamente beneficiados con las nuevas tasas de interés por cuanto, a pesar de lo elevadas que llegaron a ser, fueron por lo general inferiores a las que predominaban en los mercados del crédito informal. Por el lado de los ahorros, como se señaló antes, el fuerte aumento del ahorro financiero no se reflejó en el ahorro global medido en las cuentas nacionales.

Desde otro ángulo, cabe destacar que, como lo ilustran los casos de Argentina, Chile y Uruguay, a pesar de la afluencia de crédito externo, los niveles alcanzados por las tasas de interés internas expresadas en dólares, fueron muy superiores a las correspondientes tasas internacionales (cuadro 5). Entre las causas de esos altos niveles se hallaban elementos de riesgo como las situaciones nacionales; la presión gubernamental por fondos prestables; la

fuerte expansión de la demanda de crédito interno, estimulada por la inflación de los precios de los activos y en algunos casos por la demanda artificial de grupos económicos vinculados a la propiedad de los bancos; el exceso de demanda de financiamiento existente con anterioridad a las reformas financieras, y los altos costos de la intermediación.

Cuadro 5

TASAS DE INTERES PASIVAS EN DOLARES, 1975-1983^a

(Porcentajes anuales)

	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR ^b
1975		3.1 ^c		7.7
1976		44.3		6.1
1977	16.1 ^c	19.6	2.2	6.4
1978	37.2	32.7	12.9	9.2
1979	34.6	25.9	19.5	12.2
1980	45.7	37.4	26.8	14.0
1981	-30.5	40.8	26.3	16.7
1982	-62.9	-20.4	-30.0	13.6
1983	-22.2	6.4	32.8	9.9

Fuente: Argentina y Uruguay: Joseph Ramos, *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 1986.

Chile: Roberto Zahler, *Las tasas de interés en Chile, 1975-1982, El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1985.

LIBOR: FMI, *International Financial Statistics, Anuario 1986*.

^aSe refiere a las tasas nominales ajustadas sobre la base de la evolución del tipo de cambio.

^bSe refiere al interés medio anual de depósitos en dólares a seis meses.

^cCorresponde a la tasa anualizada del segundo semestre, una vez iniciada la liberalización financiera.

A los elementos señalados es preciso agregar el efecto de la política cambiaria y de la apertura financiera externa sobre las expectativas de devaluación, y, por esa vía, sobre los niveles alcanzados por la tasa real de interés en la mayor parte de los países de la región durante la segunda mitad de los años setenta. Como se señaló, la mayor disponibilidad de divisas a través de la cuenta de capitales del balance de pagos afectó al mercado cambiario al contribuir a

la sobrevaluación de las monedas nacionales, la que se retroalimentó con el uso antiinflacionario que en la mayor parte de los países se hizo de la política cambiaria. De esta forma, si bien durante algún tiempo el balance de pagos global no presentó problemas, e incluso mostró incrementos de las reservas de divisas, el déficit sostenido y a veces creciente en la cuenta corriente del balance de pagos alimentó expectativas de devaluación que se tradujeron en tasas de interés internas más altas.

Los efectos de las elevadas tasas de interés sobre los deudores internos fueron muy importantes. Con tasas de interés activas reales que sobrepasaban cinco, diez y hasta más veces el ritmo de crecimiento económico, los deudores internos se vieron en serias dificultades para pagar los intereses, sobre todo porque esas tasas se aplicaban también al acervo de deuda preexistente. El motivo, explícito o implícito, para que el proceso de endeudamiento interno continuara a semejantes tasas residía en perspectivas exageradamente optimistas sobre ingresos futuros, y expectativas de caídas rápidas y pronunciadas de la tasa de interés. Cuando estas esperanzas no se cumplieron, los deudores, ya excesivamente comprometidos, continuaron pidiendo prestado para tratar de aplazar indefinidamente la liquidación de los activos con los cuales habrían tenido que afrontar la deuda, pero cuyo valor ahora era insuficiente. Por esto mismo, los deudores no tenían ya nada que perder. Esto estimuló un mayor endeudamiento, a la espera de una mejoría en las condiciones mencionadas, con lo cual se accentuó la presión alcista sobre las tasas de interés.

En la propia esencia del auge posterior al alza del precio del petróleo durante los años setenta, auge que se financió con la deuda externa y el sobreendeudamiento interno, estaba implícita su transitoriedad. En efecto, por lo dicho antes, el cambio en los precios relativos estimuló la producción, principalmente en el sector de bienes no transables internacionalmente, como la construcción y los servicios. Entre estos últimos destacaron aquellos vinculados al comercio de importación (muy ligados a la creciente deuda externa financiada por la gran afluencia de capitales internacionales) y los servicios financieros (debido al enorme margen entre tasas de interés activas y pasivas), lo que se reflejó también en la mayor participación del sector financiero en el producto interno bruto. El gasto desmedido, al estimular excesivamente la producción de bienes no transables internacionalmente, la adquisi-

ción de bienes de consumo y las importaciones, estaba llamado a desaparecer una vez que la afluencia de capitales y de depósitos que lo alimentaba se detuviera. Hacia fines de los años setenta cambió la coyuntura internacional: se deterioró la relación de precios del intercambio, subió el dólar, se elevaron las tasas de interés en los mercados internacionales y despuntó la recesión en Estados Unidos y en Europa. El período de auge se truncó y el comienzo de la recesión vino acompañado por una fuerte alza de las tasas de interés reales internacionales, que se transmitió a la economía interna y contribuyó a hacer insoportable la carga de la deuda acumulada en los años de bonanza.

La recesión de inicios de los años ochenta trajo un incremento sostenido de la morosidad y un alto número de quiebras, lo que debilitó la cartera de activos del sistema financiero. Esto tuvo consecuencias particularmente adversas en aquellas economías en que el sector financiero y la relación deuda-capital global se habían expandido fuertemente. En esos casos el efecto de la recesión sobre la capacidad de pago de los deudores internos se amplificó, al dificultárseles gravemente el servicio de su deuda; también se afectó la capacidad del sistema financiero para enfrentar una menor recuperación de sus préstamos. El aval oficial sobre la deuda externa y la garantía estatal sobre los depósitos, ambos de hecho o de derecho, hicieron a los bancos menos vigilantes de la calidad y el riesgo de su cartera de activos, a la vez que los alentaron a alzar las tasas de interés activas efectivamente pagadas por los deudores más eficientes o más responsables (empeorándoles de paso su ya difícil situación), y las tasas de interés pasivas, para captar más depósitos y enfrentar así sus problemas de liquidez.

Con el debilitamiento general de la economía, unido a la menor entrada de capitales externos y la

necesidad de devaluar las monedas locales, reventó la burbuja constituida por los precios inflados de activos en bienes no transables internacionalmente. La tendencia ascendente que habían exhibido esos precios, de fuerte carácter especulativo en muchos casos e insostenible en el mediano plazo, explica en parte la expansión de la oferta de crédito bancario y del endeudamiento interno de algunos sectores, a pesar de las elevadas tasas de interés. Al reventar esa burbuja, el valor de las garantías reales de los deudores del sistema financiero se deterioró, con lo cual empeoró aún más la situación de este último. Internamente, la capacidad de los sistemas financieros de incrementar sus captaciones frente a las ya elevadas tasas de interés se hizo cada vez más difícil, por la creciente vulnerabilidad de los deudores internos y de los propios intermediarios financieros. Las expectativas de devaluación, bastante generalizadas a comienzos de los años ochenta, hicieron que las tasas de interés en moneda local, en términos reales, fueran creciendo, con lo cual se agravó el problema de endeudamiento interno; por otro lado, la depreciación efectiva de las monedas locales, que afectó a toda la región, multiplicó los problemas de los deudores en moneda extranjera.

La magnitud, el alcance generalizado y la duración de la crisis de los años ochenta agravaron la situación de los deudores internos, con lo que la búsqueda de solución al problema de la deuda interna se fue aplazando persistentemente. El deterioro del valor real de los activos a su vez golpeó con particular fuerza al sistema financiero. Para evitar que esta situación empeorara, varias instituciones financieras tuvieron que ser fusionadas, liquidadas o intervenidas por las autoridades. El consiguiente costo económico ha afectado a la capacidad de recuperación de las economías de la región y, por lo general, ha tenido un marcado sesgo regresivo en el plano distributivo.

IV

Algunas opciones para buscar solución al problema del endeudamiento interno

La magnitud y el alcance generalizado del problema de la deuda interna y la fragilidad del sistema financiero interno forzaron a los gobiernos a buscar solu-

ciones, que, en general, se tradujeron en ayuda oficial a los deudores y a los intermediarios financieros e indirectamente a los depositantes y

acreedores, internos y externos. Esta situación se generó, además, porque las autoridades económicas no previeron la gravedad del problema que se avecinaba ni sus efectos en la liquidez y solvencia de los bancos y la tasa de interés, ni permitieron que las quiebras de instituciones financieras afectaran seriamente a los depositantes, ni a los acreedores externos.

Las diferentes opciones para buscar solución al problema de la deuda interna tienen efectos también diferentes sobre los incentivos y la asignación de recursos, así como sobre la distribución de la riqueza, ya que el meollo del problema del endeudamiento interno radica en la transferencia de propiedad entre diferentes agentes económicos.

Una presentación esquemática del balance de un banco ayuda a comprender la naturaleza de este problema. La característica típica de los bancos es que trabajan con un elevado apalancamiento, es decir, que pueden realizar colocaciones mucho mayores que su capital pagado (10 a 20 veces superiores en la mayoría de los países de América Latina). Para hacerlo, los bancos deben obtener depósitos y préstamos por un valor equivalente a la diferencia entre sus colocaciones e inversiones y su capital. En consecuencia, el capital pagado de los bancos es un porcentaje bajo en comparación con su cartera de préstamos y su deuda con terceros. Otra característica de los bancos es que el valor de su cartera de activos fluctúa según las condiciones que enfrenten sus prestatarios, pero no así el valor de su cartera de pasivos. La percepción de que habría una garantía estatal para los depósitos y un aval oficial para la deuda externa significa que, en la práctica, el valor de los pasivos bancarios tiende a ser bastante inflexible a la baja, lo que establece un límite inferior cuya rigidez puede generar serios desajustes si el valor económico del activo de los bancos cae por debajo del de su pasivo.

Hay varios factores que pueden tornar significativo un problema de endeudamiento interno. Una recesión, una asignación ineficiente del crédito, una concentración excesiva de préstamos bancarios, el desinflamiento de una "burbuja" de precios de activos (con la consiguiente caída del valor real de las garantías), el impacto de una devaluación sobre los deudores en moneda extranjera del sistema bancario, una caída en los términos de intercambio, o cualquier otro factor que incida negativamente sobre el valor presente del flujo de ingresos vinculado a los préstamos bancarios, produce una discrepancia en-

tre el (menor) valor económico del activo bancario y el valor (rígido) de su pasivo. En términos de acervos, esa situación equivale a una pérdida de capital del banco. Debido a los valores que en esas instituciones alcanza la relación préstamos-capital propio, cuando un porcentaje (aunque sea relativamente pequeño) del total de créditos se estima irrecuperable, se hace necesario definir un procedimiento para distribuir la pérdida entre los dueños del banco (que arriesgan el capital de éste), los depositantes y acreedores externos, los deudores de los bancos y, eventualmente, otros agentes económicos.

La generalización del problema del endeudamiento interno, unida a su duración y magnitud, hizo que en la mayoría de los países el capital propio y las reservas de los bancos fuesen insuficientes para enfrentar la pérdida de capital involucrada. El seguro de depósito o la decisión política de no permitir pérdidas significativas para los depositantes, el aval oficial de la deuda externa y el poder de los acreedores externos, así como otras características propias de la actividad bancaria, contribuyeron a que los depositantes y acreedores descuidaran el control sobre la administración y la evaluación de los resultados operacionales de los bancos. Además obligaron a la intervención estatal para capitalizar los bancos y/o distribuir la pérdida de capital y realizar las transferencias patrimoniales requeridas.

Los mecanismos utilizados han sido diferentes en los distintos países. En algunos, los menos, una parte de la pérdida la sufrieron los acreedores externos. En otros, como Argentina, los deudores internos se vieron beneficiados, principalmente, a costa de los depositantes, en el proceso denominado "liquidación de deudas", al reducirse fuertemente el valor real de los depósitos bancarios a través de controles de tasas de interés y la aceleración de la inflación.

En Chile, la intervención oficial del grueso de la banca privada no afectó mayormente ni a depositantes ni a acreedores extranjeros. La pérdida de capital se socializó a través de aportes oficiales a la banca liquidada y de la compra por el Banco Central de parte de la cartera vencida de la banca, con el compromiso por parte de los bancos de recomprar dicha cartera en el futuro con cargo a sus eventuales utilidades. También hubo una ayuda directa a los deudores en moneda extranjera (al igual que en Venezuela) al establecerse un subsidio para el "dólar deudor", cuyo precio quedó muy por debajo de su valor de mercado de esta divisa. Más recientemente,

en Chile se ha avanzado en la reprivatización de los bancos, con financiamiento proveniente del sector privado y con el estímulo de generosos incentivos fiscales.

En Uruguay, como consecuencia del deterioro en el valor real de los activos del sistema financiero, varios bancos tuvieron que ser vendidos. A efectos de facilitar la venta, el Banco Central intervino haciéndose cargo, en forma similar a lo ocurrido en Chile, de parte de las carteras pesadas de dichas instituciones.⁸

Los demás países de la región han enfrentado el problema de su deuda interna a través de una combinación de los mecanismos reseñados más arriba, siendo quizás Perú la principal excepción. En ese país la distribución de la carga de la deuda interna afectó a los acreedores extranjeros; por su parte, las empresas deudoras lograron transferir al resto de la sociedad la mayor parte del efecto de la recesión a través de caídas en los salarios reales y de menores pagos de impuestos, a la vez que tasas de interés reales negativas mejoraron su situación patrimonial. Por estos motivos, en Perú el sistema financiero no se vio tan seriamente afectado como la mayor parte de los demás países de la región por un deterioro generalizado de su cartera de préstamos.

Los mecanismos descritos tendientes a "resolver" el problema de la deuda interna en la región se han complementado en general con medidas orientadas a dar mayores facilidades de pago a los deudores a través de la reestructuración de los vencimientos y de algunas reducciones en los costos financieros. Detrás de esta política está el supuesto de que las condiciones que crearon los problemas de los deudores internos cambiarán pronto; por lo tanto, responde al intento de ganar tiempo, trasladando a los deudores internos el alivio conseguido en las reprogramaciones o refinanciaciones obtenidas en las negociaciones que los países de la región han llevado a cabo desde fines de 1982 en materia de deuda externa. Quizás el principal aspecto negativo de este tipo de medidas es que no generan incentivos para que los deudores internos cumplan con sus compromisos financieros; éstos mantienen la expecta-

tativa de obtener facilidades similares en el futuro, lo que es cada vez menos probable si la morosidad no disminuye y el problema sigue siendo generalizado.

Mirada la situación desde otra perspectiva, cabe distinguir entre las empresas deudoras que son económicamente ineficientes y las que no son viables desde el punto de vista financiero. Las empresas que caen dentro del primer grupo —que generan pérdidas aun en las mejores condiciones posibles de operación— no tienen ninguna razón válida, ni desde el punto de vista económico ni desde el financiero, para seguir existiendo, siendo su valor de mercado nulo (o negativo). Distinta es la situación de las empresas que son económicamente eficientes pero no son financieramente viables debido a la excesiva carga de la deuda. Dichas empresas cumplen una función social útil, dado que generan un beneficio económico aunque sus titulares estén sufriendo una pérdida financiera. El valor económico a precios sociales de tales empresas suele ser positivo; en condiciones normales su situación se resolvería con una pérdida de patrimonio de sus titulares, lo que no debería afectar mayormente su eficiencia desde el punto de vista económico ya que, en principio, la generación del producto no tiene por qué verse perjudicada por el precio al cual se transfirieran los derechos de propiedad.

El razonamiento anterior parecería sugerir que en realidad no hay un "problema" vinculado al endeudamiento interno, ya que existirían mecanismos económicos para impedir que el exceso de endeudamiento afecte la eficiencia general del sistema económico. Sin embargo, cuando la magnitud del endeudamiento interno es significativa, cuando este proceso es generalizado y de larga duración y cuando pone en jaque la estabilidad y solvencia del sistema financiero (condiciones todas que en mayor o menor grado se han presentado en América Latina en los últimos años), lo que en teoría puede concebirse como una simple transferencia de riqueza, en la práctica suele envolver cuantiosos costos económicos netos para la sociedad.

Estos costos derivan, en parte, de que bajo las condiciones recién anotadas las transferencias de riqueza y de propiedad entre empresas deudoras no resuelven la asimetría entre el valor de los activos y pasivos del sistema financiero. Ello ocurre por cuanto la caída en el valor de las garantías vinculadas a los préstamos de dudoso cobro no permite recuperar el valor original de éstos y porque, por lo general, los depositantes y acreedores del sistema

⁸En otro tipo de operaciones, el Banco Central del Uruguay compró también carteras de dudoso cobro de los bancos privados que se comprometieron a aportar financiamiento externo fresco. Con ello trató infructuosamente de sostener su política cambiaria en un momento en que el acceso a los préstamos internacionales se había restringido fuertemente.

financiero no sufren todo el impacto que les correspondería de la pérdida de capital envuelta. Además, la generalización del problema entorpece y retarda el proceso judicial de ejecuciones de empresas, el que, por lo demás, no está exento de costos y hasta puede contribuir a deteriorar aún más el valor de las garantías reales, y con ello, la calidad global de la cartera de los bancos.

En consecuencia, las soluciones al problema del sobreendeudamiento interno tienen costos económicos de importancia. Estos incluyen desde la carga fiscal vinculada a los aportes directos de la Tesorería o del Banco Central para capitalizar el sistema financiero. También abarcan otros de carácter indirecto que se vinculan a las compras de carteras vencidas, a subsidios de las tasas de interés y del precio de las divisas (esto último para aliviar la situación de los agentes endeudados en moneda extranjera) y, en términos más generales, a recursos que se otorgan a los distintos grupos de presión que buscan resolver sus problemas de endeudamiento interno. El sobreendeudamiento genera además costos muy tangibles tanto por el efecto que la indefinición de los derechos de propiedad tiene sobre la inversión privada, como por las dificultades que impone al sistema financiero en el otorgamiento de préstamos a aquellas actividades que podrían recuperarse más fácilmente, o que presentan claras ventajas para iniciar el proceso de reactivación y el de crecimiento.

De todo lo anterior se concluye que el endeudamiento interno excesivo de la región se ha constituido en un serio problema que obstaculiza la reactivación y la expansión de la capacidad productiva, por sus efectos tanto sobre las empresas del sector real de la economía como sobre las instituciones financieras. Debido a rigideces institucionales y jurídicas y a la inflexibilidad a la baja del valor nominal de los pasivos bancarios, se hace necesario hacer transferencias de propiedad y reconocer pérdidas de capital, procesos cuyos efectos no son neutros en cuanto a consideraciones ni de eficiencia y de equidad.

Para minimizar los costos económicos, la experiencia sugiere que debe darse preferencia a soluciones rápidas, que dada la disparidad entre la magnitud del problema y los recursos disponibles, deben ser de carácter selectivo. Urge resolver los problemas jurídico-institucionales que retardan la normalización del funcionamiento de la economía, para que el sector financiero pueda proveer de nuevos recursos a las actividades económicamente eficientes en función de la viabilidad de las empresas deudoras, y de la contribución al proceso de reactivación y crecimiento económico que se espere de ellas. En este mismo espíritu, las soluciones al problema de la deuda interna deberían premiar el cumplimiento de los pagos e incentivar la reducción de la morosidad, a la vez que desestimular expectativas de futuros perdones financieros.

En el plano distributivo, toda solución que no implique realizar la transferencia de propiedad correspondiente entre los agentes directamente involucrados (deudores, dueños, depositantes y acreedores de los bancos) lleva incorporada, en su esencia, un importante elemento de discrecionalidad o arbitrariedad. Y lo mismo puede suceder si se dan determinadas formas de transferencia de propiedad. A la vez, la orientación que dé la intervención oficial a la "solución" del problema envuelve un aspecto político innegable. En efecto, las decisiones que van desde la socialización de la banca hasta su reprivatización, pasando por medidas que afecten en grado y forma diferentes a depositantes, acreedores internos y externos, contribuyentes en general, asalariados, imponentes, o cualquier otro grupo o sector sobre el cual pueda recaer total o parcialmente el costo de financiar la pérdida de capital, escapan a consideraciones estrictamente económicas. Sin embargo, porque tienen diferentes efectos en los incentivos para ahorrar e invertir, en la fuga potencial de capitales, en la reducción de la morosidad, etc., merecen un estudio específico que tome en cuenta las peculiaridades propias de cada situación, para poder evaluar en su totalidad los méritos relativos de las opciones disponibles.

V

Principales enseñanzas del sobreendeudamiento interno de América Latina

La experiencia reciente de la región en materia de sobreendeudamiento interno ha dejado diversas enseñanzas, ciertamente útiles para la formulación de políticas en el área macroeconómica-financiera.

En primer lugar, parece existir un estrecho vínculo entre el sobreendeudamiento interno y algunas modalidades de desregulación financiera. Las reformas financieras abruptas y sin adecuada supervisión, si bien pueden contribuir a elevar apreciablemente el ahorro financiero (profundización financiera), también pueden llevar a un crecimiento explosivo de la deuda interna (profundización de la deuda) en relación a otras formas y fuentes de financiamiento de las actividades económicas. Esta situación, a su vez, hace más vulnerable el sistema económico a los cambios en las tasas de interés, en la relación de precios del intercambio, en la afluencia neta de depósitos y créditos (internos y externos) y en la actividad económica. Esto es particularmente válido cuando las tasas de interés son flotantes, ya que los cambios en ellas afectarán tanto a los nuevos préstamos como al total de la deuda preexistente. En ese caso, los cambios en las tasas de interés tendrán repercusiones significativas porque modificarán directamente el patrimonio y la viabilidad económica de empresas existentes.

En segundo lugar, la desregulación de la tasa de interés, si bien puede equilibrar el mercado de fondos prestables, puede llevar a ésta a niveles tan desproporcionados respecto de variables con las cuales debería guardar cierta relación (como, por ejemplo, la productividad del capital y el ritmo de crecimiento económico), que tienda a generar significativos desequilibrios en otros mercados. Las tasas de interés extremadamente altas debilitan la situación de los deudores e incrementan el riesgo de la cartera de activos de los intermediarios financieros; además distorsionan el mercado de divisas al estimular artificialmente la entrada de capitales, sobrevalúan el tipo de cambio, aminoran el dinamismo del sector de bienes comerciables internacionalmente y deterioran la cuenta corriente del balance de pagos. Este último efecto tiende, a la larga, a desalentar la oferta de financiamiento externo, y contribuye a llevar a la práctica la devaluación cambiaria,

lo cual afecta a los deudores en moneda extranjera y, a través de ellos, al conjunto del sistema financiero. Por lo tanto, si ciertos precios, por muy libres que sean, se desalinean respecto de su trayectoria de valores razonablemente normales, este hecho debe ser tomado particularmente en cuenta para anticipar problemas en el funcionamiento del mercado correspondiente, o serios desequilibrios en algunos otros mercados.

En tercer lugar, la entrada masiva de financiamiento externo no basta para rebajar rápida y sostenidamente las tasas de interés internas. El incremento del riesgo vinculado a situaciones nacionales y las mayores expectativas de devaluación, asociados a la creciente deuda externa y a la sobrevaluación cambiaria, respectivamente, contribuyen a acentuar la disparidad entre la tasa de interés interna y la internacional. La segmentación de mercados, el acceso diferenciado al crédito externo, los grados disímiles de sustitución entre diferentes activos internos y aquellos internacionales y la sobrevaluación de activos no transables internacionalmente, pueden contribuir más a generar activos sobrevaluados que a reducir las tasas de interés internas. El efecto de riqueza así generado tiende a fomentar el consumo más que el ahorro, a pesar de que simultáneamente tal vez se observe un aumento de las tenencias de activos financieros. La falta de correspondencia entre la afluencia masiva de capitales externos y la inversión interna, así como el impacto de la apertura financiera sobre el tipo de cambio, con efectos claramente contrapuestos a los esperados de la apertura comercial, contribuyen a minar las potenciales ventajas del proceso de apertura económica y afectan adversamente la eficiencia en la asignación de recursos que hacen los agentes económicos endeudados en moneda extranjera, y, muy particularmente, la calidad de la cartera de activos del sistema financiero.

En cuarto lugar, las reformas financieras, en economías poco acostumbradas a operar competitivamente en este sector, no bastan por sí solas para garantizar una mejor asignación de los recursos financieros. Los criterios tradicionales de manejo de cartera y evaluación del riesgo por parte de los

intermediarios financieros, unidos a la presencia legal o *de facto* de seguros sobre depósitos y de avales oficiales sobre la deuda externa, refuerzan la tendencia alcista de la tasa de interés y contribuyen a un manejo poco profesional y excesivamente arriesgado (tanto de la cartera de préstamos como de los intentos de incrementar las captaciones) por parte de los sistemas financieros internos. En particular, la combinación de una tasa de interés libre con el otorgamiento de garantía estatal sobre los pasivos del sistema financiero, una legislación bancaria atrasada y una inadecuada supervisión y regulación de la composición y calidad de la cartera de préstamos, así como de la competencia por captar depósitos a través de la manipulación de la tasa de interés, ha demostrado tener efectos muy perjudiciales. Dicha combinación estimula la hipertrofia del sector financiero, fomenta políticas de préstamos bancarios imprudentes y excesivamente riesgosas, y alienta el sobreendeudamiento interno; además, genera condiciones para una tasa de interés inestable, y torna muy vulnerable, cuando no directamente insolvente, a una parte significativa del sistema financiero.

En quinto lugar, la estructura y legislación tributarias pueden estimular un endeudamiento interno excesivo e indeseado en relación a otros mecanismos

de capitalización. La tendencia a gravar dividendos y utilidades distribuidas y a restar de la base imponible los pagos de intereses, introduce una clara distorsión que aconseja reexaminar las políticas tributarias a este respecto.

En sexto lugar, el manejo de algunos precios macroeconómicos claves, tales como el tipo de cambio, la tasa de interés y los salarios, debería llevarse a cabo en forma más flexible y coordinada. En particular, se debería intentar distribuir en diversos mercados el impacto de los cambios bruscos e inesperados a los que se ve sometida la economía, de modo de minimizar la presencia de precios desalineados e influir en la evolución de aquellas variables económicas que son fundamentales para una buena asignación de recursos. Esto apunta a la conveniencia de no rigidizar excesivamente ningún precio, porque tal rigidización aislaría al mercado del efecto de impactos externos, concentrando éstos en el resto de la economía.

Por último, debe intentarse desvincular la propiedad de las grandes empresas del sector real de la economía, de la propiedad del sistema financiero, con miras a reducir la concentración de la cartera de préstamos de este último, y con ello de su riesgo, a la vez que a desestimular el manejo especulativo y potencialmente desestabilizador del sector financiero.

El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985

*Mauricio Carrizosa
y Antonio Urdinola**

En la primera mitad de los años ochenta, uno de los aspectos más destacados en el sector financiero de Colombia, como en el de varias otras economías latinoamericanas, fue el endeudamiento creciente de las empresas privadas y públicas. Gran parte de los mayores recursos prestados tuvo origen interno, lo que dio pie a un desarrollo sin precedentes de los activos financieros en poder del público y de los sistemas de intermediación. Al mismo tiempo, el otrora activo mercado accionario entró en agonía; la gran mayoría de las acciones quedó en manos de unos pocos grandes inversionistas, en tanto que el inversionista pequeño destinó sus ahorros a los activos emitidos por los intermediarios que prestan a las empresas.

El presente estudio tiene tres propósitos. En primer lugar, pretende describir y analizar la evolución del endeudamiento del sector empresarial colombiano y del sector financiero que lo proveyó, distinguiendo entre el endeudamiento en moneda nacional y aquel en moneda extranjera, y haciendo hincapié en el primero. En segundo lugar, examina los vínculos del fenómeno del endeudamiento con la evolución de la actividad económica y el desempeño productivo de las empresas. Por último, analiza los efectos del endeudamiento interno sobre la vulnerabilidad del sector financiero. Como bien se sabe, los altos coeficientes de endeudamiento acrecientan el riesgo de insolvencia empresarial, y si el fenómeno es generalizado, se limita la capacidad de las entidades financieras para mantenerse en niveles aceptables de riesgo por medio de la diversificación de la cartera. Parece claro, como se apreciará en el artículo, que así sucedió con los intermediarios financieros en Colombia durante la primera mitad de los años ochenta.

*Los autores son, respectivamente, M.A. en Economía, Universidad de Chicago, actualmente economista del Banco Mundial; y Doctor en Economía (cand.), Universidad de Harvard, Asesor especial del Secretario Ejecutivo de la CEPAL en la Oficina de la CEPAL en Bogotá.

Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional", RLA/77/021.

I Evolución del endeudamiento del sector empresarial

La descripción del endeudamiento a través del tiempo que se presenta aquí distingue entre las empresas no financieras y las financieras. Las razones que justifican esta distinción son claras: de un lado, el endeudamiento de las entidades financieras está expresamente regulado por la legislación en función de su patrimonio. De otro lado, buena parte del endeudamiento empresarial tiene como fuente indirecta los recursos obtenidos por los bancos, de suerte que es impropio sumar la deuda de ambos tipos de entidades.

1. Endeudamiento de las empresas no financieras

Existen estadísticas que permiten apreciar la evolución del endeudamiento de las sociedades anónimas que no son intermediarios financieros entre 1950 y 1984. Las cifras correspondientes muestran una tendencia hacia la financiación del capital por medio del endeudamiento (cuadro 1). A comienzos de los años cincuenta, la fracción financiada por deuda no superaba la cuarta parte de los pasivos totales. A mediados de los años ochenta casi tres cuartas partes de estos pasivos no pertenecían a los propietarios de las sociedades.

Existe, por supuesto, el conocido sesgo que introduce la contabilización de activos fijos al costo histórico; pero su corrección difícilmente anularía la tendencia ascendente de la deuda, pues otros indicadores de la economía apoyan la hipótesis descriptiva enunciada. Uno de esos indicadores es la comparación, desde 1970 en adelante, del pago de intereses con el pago de dividendos por parte de las empresas, que muestra la importancia cada vez mayor de los primeros (cuadro 2). Un segundo indicador es el significativo crecimiento de los activos financieros no accionarios con relación al producto interno bruto, especialmente en los años cincuenta y a partir de 1970. Un tercer indicador es el descenso significativo, en los años setenta, de la proporción que representa el valor comercial de una muestra de

acciones de todas las sociedades anónimas que alguna vez fueron abiertas, dentro de un total que abarca además los activos financieros no accionarios.¹ Es pues claro que el creciente endeudamiento de las empresas tiene su contraparte financiera en el acelerado desarrollo de los activos financieros inter-

Cuadro 1

COLOMBIA: COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS, 1950-1984

	Indice
1950	24.0
1951	27.0
1952	27.0
1953	32.0
1954	31.0
1955	29.0
1956	32.0
1957	32.0
1958	34.0
1959	35.0
1960	37.0
1961	37.0
1962	40.0
1963	40.0
1964	43.0
1965	43.0
1966	45.0
1967	44.0
1968	44.0
1969	46.0
1970	43.9
1971	47.4
1972	49.8
1973	53.7
1974	57.0
1975	60.5
1976	62.1
1977	61.6
1978	61.1
1979	65.1
1980	73.0
1981	71.2
1982	71.7
1983	71.2
1984	71.9

Fuente: 1950-1980: Restrepo (1985), p. 14.
1981-1983: Superintendencia de Sociedades Anónimas (1984), *Boletín mensual*, Nos. 3, 4, y 6.

¹Los dos últimos indicadores aparecen respectivamente en Carrizosa (1985), p. 140, y en Carrizosa (1986), pp. 94-96. El indicador sobre intereses y dividendos se obtiene a partir de las cuentas de ingresos y gastos de las empresas en las Cuentas Nacionales de Colombia preparadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

mediados por los establecimientos de crédito, y en el estancamiento de las acciones como instrumento de movilización de recursos.

Corresponde ahora examinar la distribución del endeudamiento entre moneda nacional y moneda extranjera. Desafortunadamente, este ejercicio no se puede efectuar de manera directa, puesto que los estados financieros que se entregan a la Superintendencia de Sociedades Anónimas no distinguen entre ambos tipos de endeudamiento. Pero sí es posible y útil comparar el total de la deuda externa privada del sector no financiero, con el total de la cartera en moneda nacional del sistema bancario y de las corporaciones financieras privadas. Esta comparación (cuadro 3) no indica tendencia alguna en la importancia relativa de los dos tipos de deuda.²

Cuadro 2

COLOMBIA: GASTOS EN INTERESES Y DIVIDENDOS DE LAS SOCIEDADES Y CUASISOCIEDADES PRIVADAS NO FINANCIERAS, 1970-1983

(Millones de pesos)

Año	Intereses	Dividendos	Intereses/ dividendos
1970	3 930	7 099	0.55
1971	5 347	8 022	0.67
1972	6 458	12 270	0.53
1973	8 748	16 770	0.52
1974	10 804	23 084	0.47
1975	17 364	26 803	0.65
1976	22 054	36 196	0.61
1977	27 010	46 564	0.58
1978	35 460	50 096	0.71
1979	44 916	56 029	0.80
1980	69 751	79 051	0.88
1981	104 461	92 362	1.13
1982	140 233	117 463	1.19
1983	163 421	133 756	1.22

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (1985), *Cuentas Nacionales de Colombia, 1970-1983*, cuadro 25, pp. 128-141.

²Es posible, no obstante, que otros intermediarios no tradicionales, como por ejemplo las compañías de financiamiento comercial, hayan suministrado un volumen creciente de fondos. Estos, sin embargo, constituyen todavía una fracción pequeña de todo el mercado.

Cuadro 3

COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INTERNO, 1970-1984

(Millones de pesos)

	Endeudamiento privado externo	Sistema bancario Colocaciones en moneda nacional	(2) / (1)	Corporaciones financieras privadas Colocaciones en moneda nacional	(4) / (1)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	10 065	12 922	1.28	2 339	0.23
1971	14 030	15 392	1.10	2 823	0.20
1972	16 203	18 125	1.12	3 819	0.24
1973	18 295	23 984	1.31	4 807	0.26
1974	28 922	32 951	1.14	5 813	0.20
1975	35 860	42 593	1.19	8 130	0.23
1976	43 447	54 085	1.24	11 884	0.27
1977	40 313	77 505	1.92	19 009	0.47
1978	48 093	95 413	1.98	25 134	0.52
1979	82 588	110 459	1.34	25 873	0.31
1980	20 782	165 541	1.37	42 184	0.35
1981	177 032	238 620	1.35	58 890	0.33
1982	251 357	286 946	1.14	62 817	0.25
1983	328 626	390 993	1.19	73 474	0.22
1984	415 812	477 206	1.15	79 783	0.19

Fuente: (1) Banco de la República.

(2) y (4) Asociación Bancaria de Colombia (1985).

El peso relativo de la deuda en moneda extranjera disminuyó transitoriamente entre 1975 y 1978. De hecho, la deuda externa privada, expresada en dólares, permaneció estancada en alrededor de 1 100 millones de dólares hasta 1978, y después mostró un vigoroso crecimiento hasta 1982. Luego, la deuda externa expresada en dólares se estancó, y el aumento de su valor en pesos a partir de 1982 obedeció fundamentalmente a la acumulación del costo financiero originado en la devaluación.

En resumen, entonces, las cifras agregadas muestran, primero, un incremento en los índices globales de endeudamiento empresarial y, segundo, una distribución sin cambios permanentes entre la deuda de origen externo y la deuda de origen interno. Al parecer la capacidad de intermediación interna de fondos creció aproximadamente en la misma forma que el acceso al endeudamiento en moneda extranjera, al menos durante los años setenta.

Conviene detallar algo más la descripción del endeudamiento de las sociedades no financieras. Para el efecto, se tomó una muestra de sociedades anónimas con el fin de calcular coeficientes de endeudamiento total y según tipos de acreedores, así como índices de liquidez y de endeudamiento de corto plazo, indicativos de un cambio en las características globales de endeudamiento (cuadro 4). El promedio calculado en la última línea confirma la tendencia ascendente del endeudamiento, salvo en el último año, cuando éste desciende de manera no despreciable. Pueden apreciarse algunos casos extremos de endeudamiento superior al activo total, indicativos de patrimonio negativo.

La participación del pasivo de corto plazo en el pasivo externo total ha permanecido, en promedio, constante a lo largo del período analizado (cuadro 5). El pasivo corriente (de corto plazo) representa una fracción más o menos constante, cercana al

Cuadro 4

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LOS INDICES DE ENDEUDAMIENTO EN UNA
MUESTRA DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	Endeudamiento (porcentaje) ^a							
	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	33.4	30.7	57.5	58.8	77.0	51.8	43.6	...
Cervecería Unión	20.6	20.5	43.9	58.6	63.2	61.2	59.6	46.5
Proleche	...	18.5	39.2	43.2	51.6	50.3	47.7	55.9
Cía. Colombiana de Tabaco	21.3	55.4	57.2	61.5	69.3	72.5	72.2	71.1
Cía. Molinera de Herrán	17.5	18.9	65.3	53.7	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	44.8	27.6	34.5	38.7	67.0	48.2	42.7	47.9
Industrias Alimenticias Noel	44.8	19.5	62.3	65.9	61.7	61.6	58.4	58.1
La Industria Harinera	25.0	13.7	46.2	61.4	66.4	76.1	73.4	74.9
Manuelita	39.5	20.3	52.1	62.6	81.4	79.3	79.9	78.2
Colcurtidos	16.7	32.8	45.5	52.3	77.3	65.8	70.9	66.8
Coltejer	31.3	35.8	58.2	77.4	76.3	73.7	74.0	77.6
Fabricato	24.8	43.7	65.3	69.0	74.6	76.8	75.3	58.1
La Garantía-A. Dishington	21.6	51.7	79.6	68.2	99.0	159.4	234.1	...
Paños Vicuña Santa Fé	43.0	52.5	58.8	79.6	73.0	74.9	74.3	70.4
Sociedad Industrial Alicachín	23.6	36.9	53.3	78.1	92.1	127.7	156.9	...
Tejicondor	41.2	44.5	57.9	69.5	80.6	84.9	70.2	69.4
Tejidos Unica	55.3	59.3	55.9	66.8	67.7	78.8	...	47.1
Cartón de Colombia	...	38.8	56.6	68.0	74.3	66.5	64.3	62.8
Cauchosol	36.8	43.2	61.8	73.0	68.2	...	...	...
Croydon	42.1	58.2	78.3	61.8	69.6	...	95.7	84.6
Cementos Argos	0.4	8.7	9.8	13.7	28.0	27.1	21.8	18.0
Cementos del Valle	20.1	76.8	71.8	70.4	71.1	69.5	70.8	70.9
Cementos Diamante	23.0	33.1	51.2	52.8	62.9	65.0	40.8	36.6
Manufacturas de Cemento	26.7	39.8	64.1	72.6	91.6	74.1	72.2	72.4
Eternit Atlántico	32.9	31.2	47.8	28.9	44.1	49.7	46.7	38.8
Eternit Colombiana	38.7	33.0	50.8	26.3	46.3	52.3	44.6	38.1
Eternit Pacífico	29.1	35.5	53.4	57.9	64.0	51.8	48.6	42.3
Ladrillera La Candelaria	15.0	31.4	51.5	70.9	73.9	72.5	67.6	...
Tubos Moore	13.4	31.1	73.6	74.8	71.9	75.3	83.4	88.8
Vidriera de Colombia	16.7	45.1	84.4	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	6.1	38.5	53.0	73.7	94.3	73.5	80.6	85.6
Colmotores	...	87.8	84.9	90.1	88.9	...	...	116.8
Distral	...	71.7	81.2	80.2	80.6	76.8	64.1	72.5
Furesa	...	25.8	78.7	71.6	80.5	78.3	82.3	79.5
Icasa	...	81.7	92.9	85.8	88.1	66.3	69.5	72.3
Industrias Metálicas de Palmira	...	23.4	63.5	58.1	70.0	...	...	94.9
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	24.1	65.0	65.4	79.8	76.2	67.7	67.2
Muebles Arctecto	...	57.0	73.0	88.3	89.1	92.6	97.0	132.3
Avianca	57.2	73.3	81.2	75.0	81.8	89.4	93.5	93.2
Cine Colombia	23.9	24.9	34.9	33.5	48.6	46.8	51.5	56.0
Urbanización David Puyana	23.0	33.3	73.9	68.2	79.1	81.9	83.3	72.7
Hipódromo de Techo	25.0	31.3	39.0	82.5	...	...	...	...
Promedio ^b	28.3	39.4	59.7	63.6	72.4	73.3	73.7	68.2

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas. Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

^aÍndice de endeudamiento = $\frac{\text{Pasivo total con terceros}}{\text{Activo total}} \times 100$

^bCorresponde al promedio aritmético.

Cuadro 5

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LA RELACION ENTRE EL PASIVO CORRIENTE
Y EL PASIVO TOTAL CON TERCEROS EN UNA MUESTRA
DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	48.9	59.2	45.5	30.3	24.3	29.8	32.0	...
Cervecería Unión	78.5	83.9	75.3	71.9	66.5	62.0	53.3	60.7
Proleche	...	30.4	71.1	80.3	60.6	73.5	79.5	87.9
Cía. Colombiana de Tabaco	88.2	68.1	53.3	60.9	62.8	61.0	52.9	56.2
Cía. Molinera de Herrán	...	...	...	...	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	66.5	55.1	75.5	57.8	62.2	63.3	45.9	53.7
Industrias Alimenticias Noël	94.5	70.4	71.8	78.7	78.8	70.4	60.0	74.6
La Industria Harinera	43.3	6.4	79.3	90.0	89.6	89.7	92.1	91.4
Manuelita	76.4	67.1	26.9	53.7	25.7	27.5	36.0	36.6
Colcultidos	77.7	41.8	63.1	65.0	69.0	61.8	66.9	69.2
Coltejer	57.1	64.5	51.6	50.6	42.7	28.8	31.6	30.1
Fabricato	74.2	59.9	55.6	52.8	61.5	57.5	60.4	28.2
La Garantía-A. Dishington	100.0	42.3	56.0	58.7	61.5	61.3	66.9	...
Paños Vicuña Santa Fé	51.3	71.4	35.7	55.7	54.3	54.9	55.8	62.6
Sociedad Industrial Alicachín	71.4	20.9	55.7	56.3	67.8	72.6	75.0	...
Tejicondor	59.7	77.5	46.4	45.9	34.2	20.6	26.6	26.2
Tejidos Unica	50.8	67.0	68.5	63.0	74.2	86.5	...	100.0
Cartón de Colombia	...	81.7	63.7	67.4	61.0	62.5	65.4	58.7
Cauchosol	68.0	15.1	95.7	94.2	91.5	...	...	...
Croydon	74.5	62.8	72.7	69.5	65.0	...	70.2	70.3
Cementos Argos	42.8	33.7	74.7	68.3	65.0	64.3	63.7	67.6
Cementos del Valle	66.6	...	55.9	53.6	40.8	33.9	28.7	31.2
Cementos Diamante	72.6	79.8	60.6	62.1	60.7	66.9	60.6	53.2
Manufacturas de Cemento	58.3	20.0	52.7	61.0	33.7	37.5	60.4	57.8
Eternit Atlántico	17.3	48.3	54.8	60.0	69.9	77.0	69.9	60.9
Eternit Colombiana	55.1	43.3	62.9	67.0	59.2	81.1	75.6	64.6
Eternit Pacífico	47.8	40.8	52.3	61.0	77.8	65.7	55.7	57.3
Ladrillera La Candelaria	...	43.2	53.7	22.4	31.9	44.0	40.0	...
Tubos Moore	57.1	30.5	35.2	30.9	26.1	39.5	34.5	36.7
Vidriera de Colombia	50.0	43.3	74.3	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	57.5	27.3	42.7	30.2	38.2	38.3	37.9	47.2
Colmotores	...	66.2	74.8	70.3	76.9	...	...	98.0
Distral	...	42.9	38.5	37.9	53.1	62.0	53.7	52.5
Furesa	...	44.3	67.9	21.8	18.5	14.4	18.2	18.6
Icasa	...	69.9	67.5	68.6	68.5	63.9	68.7	67.8
Industrias Metálicas de Palmira	...	47.5	67.6	88.2	82.2	...	...	94.6
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	75.3	82.2	79.5	89.1	85.8	73.5	82.5
Muebles Arrecto	...	89.5	80.3	76.5	82.1	60.0	69.8	41.9
Avianca	58.5	34.3	22.3	37.6	33.6	64.3	77.2	80.7
Cine Colombia	79.2	56.6	62.8	49.5	44.9	40.4	55.7	62.1
Urbanización David Puyana	16.9	24.0	95.8	95.5	96.8	97.6	95.7	56.1
Hipódromo de Techo	39.2	48.5	81.6	96.9	...	...	...	...
Promedio ^a	59.4	51.4	61.6	61.0	59.0	57.7	57.4	59.9

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas. Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

^aCorresponde al promedio aritmético.

Cuadro 6

**COLOMBIA: EVOLUCION DE LOS INDICES DE LIQUIDEZ EN UNA
MUESTRA DE 42 EMPRESAS NO FINANCIERAS, 1960-1985**

	Liquidez ^a							
	1960	1971	1978	1980	1982	1983	1984	1985
Bavaria	3.1	1.2	1.8	3.0	2.9	2.3	2.2	...
Cervecería Unión	2.0	1.8	0.8	1.1	1.6	1.9	1.8	1.8
Proleche	...	2.9	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.1
Cía. Colombiana de Tabaco	2.5	1.7	1.8	1.6	1.3	1.3	1.5	1.4
Cía. Molinera de Herrán	9.7	6.5	2.0	1.8	...	...	...	...
Cía. Nacional de Chocolates	2.4	3.0	1.9	2.0	1.6	1.7	2.5	2.1
Industrias Alimenticias Noël	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.8	1.7
La Industria Harinera	6.2	3.8	1.8	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
Manuelita	1.6	4.3	1.7	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
Colcultidos	2.7	2.4	2.5	1.8	1.4	1.6	1.5	1.6
Coltejer	2.4	1.8	2.1	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
Fabricato	2.1	1.5	1.8	1.8	1.1	1.1	1.3	3.2
La Garantía-A. Dishington	3.3	2.2	1.6	1.9	0.8	0.4	0.2	...
Paños Vicuña Santa Fé	3.1	2.2	3.2	2.6	1.8	1.7	1.7	1.5
Sociedad Industrial Alicachín	4.3	9.2	4.1	1.7	1.5	1.0	0.8	...
Tejicondor	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	3.2	2.9	3.2
Tejidos Unica	1.8	2.0	1.8	1.5	1.0	0.8	...	1.9
Cartón de Colombia	...	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
Cauchosol	2.5	3.3	1.4	1.3	1.4	...	...	...
Croydon	2.2	1.0	1.4	1.6	1.6	...	1.1	1.4
Cementos Argos	20.0	1.9	0.9	1.1	0.8	0.9	1.4	1.1
Cementos del Valle	2.8	7.1	1.2	1.3	1.9	1.9	2.5	2.5
Cementos Diamante	1.4	2.5	2.0	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
Manufacturas de Cemento	2.1	2.9	1.6	1.6	2.6	2.4	1.1	1.2
Eternit Atlántico	10.0	4.0	2.6	2.7	2.5	1.5	1.7	2.4
Eternit Colombiana	3.0	2.3	1.9	2.2	2.5	1.3	1.9	2.4
Eternit Pacífico	5.0	3.5	2.8	2.2	1.6	1.6	2.1	2.3
Ladrillera La Candelaria	...	0.7	1.6	1.8	1.2	0.6	1.0	...
Tubos Moore	2.0	1.5	1.2	2.3	2.9	1.9	1.5	1.2
Vidriera de Colombia	6.5	2.6	1.0	...	...	...	...	...
Acerías Paz del Río	8.2	3.0	2.3	1.9	1.1	0.9	0.9	0.6
Colmotores	...	1.4	1.2	1.2	1.1	...	...	0.5
Distral	...	2.0	2.4	2.1	2.0	1.8	2.0	1.9
Furesa	...	...	1.1	3.7	2.6	3.7	2.7	2.9
Icasa	...	...	1.5	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
Industrias Metálicas de Palmira	...	...	1.7	1.6	1.4	...	...	0.3
Industrias Metalúrgicas Iderna	...	2.2	1.3	1.4	1.1	1.1	1.7	1.5
Muebles Arrecto	...	1.5	1.5	1.4	1.1	1.5	1.1	1.2
Avianca	1.4	1.0	2.6	1.5	1.7	0.9	0.7	0.6
Cine Colombia	0.9	2.3	1.0	1.8	1.3	1.6	0.9	0.8
Urbanización David Puyana	15.3	2.3	2.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.9
Hipódromo de Techo	0.8	1.8	1.8	1.2	...	...	...	...
Promedio ^b	4.1	2.6	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5	1.8

Fuente: Estados financieros de las empresas. Superintendencia de Sociedades Anónimas. Cámara de Comercio.

Nota: Las cifras correspondientes al período 1960-1982 fueron compiladas en Figueroa, Jaramillo (1983). Las correspondientes a 1983-1985 fueron compiladas directamente por los autores.

$$^a \text{Índice de liquidez} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

^bCorresponde al promedio aritmético.

Cuadro 7

COLOMBIA: COMPOSICION MEDIA DEL PASIVO CON TERCEROS DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA

(Porcentajes)

	Pasivo financiero	Pasivo laboral	Pasivo del gobierno	Otros ^a	Total
1971	36.1	18.0	14.6	31.3	100.0
1978	39.4	23.2	6.9	30.5	100.0
1980	40.0	22.7	6.6	30.7	100.0
1982	41.3	21.3	6.7	30.7	100.0
1983	43.6	21.3	5.3	29.8	100.0
1984	37.3	25.3	5.0	32.4	100.0
1985	41.9	22.1	5.9	30.1	100.0

Fuente: Para 1971, 1978, 1980 y 1982: Figueroa, Jaramillo (1983).

Para 1983, 1984 y 1985: cálculos de los autores.

^aIncluye deudas comerciales y extrabancarias.

60%, del endeudamiento total. Sin embargo, como el crecimiento del endeudamiento total no estuvo acompañado por un aumento similar de los activos líquidos, la relación de activos corrientes a pasivos corrientes descendió de manera significativa. Como se aprecia en el cuadro 6, este descenso se registró durante los años sesenta y setenta; el índice promedio de liquidez de las sociedades anónimas se estableció en torno a 1.5. En comparación con los años sesenta, estas sociedades presentan hoy un mayor riesgo de no poder atender sus obligaciones corrientes oportunamente. No sorprende entonces que, como se analizará más adelante, la cartera vencida de las entidades financieras haya aumentado también de manera significativa.

2. Distribución del endeudamiento global

En las secciones anteriores se ha analizado el incremento del endeudamiento global del sector empresarial colombiano; en esta sección se estudiará con quién ha sido dicho endeudamiento, en lo atinente al sector no financiero.

El cuadro 7 presenta la variación entre 1971 y 1985 de la composición del pasivo con terceros (deuda) de las empresas que conforman la muestra

presentada en la sección anterior. Entre 1971 y 1978, disminuyó el endeudamiento con el gobierno del 14.6% al 6.9% del endeudamiento total, debido en gran medida a sucesivas amnistías tributarias para las empresas que se pusiesen al día en sus impuestos. En cambio, se observa un incremento en el pasivo financiero, de 36.1% a 39.4%, por razones que se explican en la sección siguiente, y sobre todo en el pasivo laboral, que sube de 18.0% a 23.2%; este último pasivo abarca básicamente jubilaciones por cuenta de las empresas, y cesantías³ acumuladas del personal empleado. Los otros pasivos permanecen relativamente estables, como sería de esperar dada su característica eminentemente comercial (por ejemplo, crédito de proveedores).

Entre 1978 y 1983, se observa una tendencia clara a un mayor endeudamiento con el sector financiero, que pasa del 39.4% al 43.6% del total, mientras que el pasivo laboral desciende del 23.2% al 21.3%,⁴ el oficial (gobierno) del 6.9% al 5.3% y el

Cuadro 8

COLOMBIA: RELACION DE M2 CON EL PRODUCTO INTERNO BRUTO Y CON M1, ENTRE 1970 Y 1985^a

(Porcentajes)

	M1/M2	M2/PIB
1970	86.3	18.9
1972	83.7	18.8
1974	69.5	20.6
1976	62.7	23.8
1978	57.2	25.9
1980	50.0	27.1
1982	43.8	29.8
1984	41.7	32.6
1985	39.8	34.1

Fuente: M1 y M2: Banco de la República. Producto interno bruto: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

^aM1: Efectivo más cuentas corrientes. M2: M1 más cuasidinero (oferta monetaria ampliada).

³La cesantía es una prestación establecida por la ley colombiana, que equivale a un sueldo mensual por cada año trabajado, pagadera al retiro del trabajador, y cuyo valor acumulado se actualiza en función del último salario devengado.

⁴Debido a que el Instituto de Seguros Sociales comienza a asumir una proporción creciente de las jubilaciones.

comercial (otros) disminuye también ligeramente. La crisis financiera de 1982 a 1983 se refleja en una fuerte disminución relativa del endeudamiento financiero, de 43.6% en 1983 a 37.3% en 1984, con lo que se aumenta la participación de las deudas laborales y comerciales. El sistema financiero tuvo dificultades para sostener el ritmo de crecimiento de nuevos créditos al sector no financiero en 1984, especialmente por el cierre de líneas de crédito por parte de corresponsales extranjeros.

En 1985 se observa un regreso a cifras similares a las de 1982, con un pasivo financiero que representa 41.9% del total.

3. El endeudamiento del sector financiero

En los años setenta se introdujeron reformas financieras importantes, que se tradujeron en la creación de nuevos intermediarios (corporaciones de ahorro y vivienda, compañías de financiamiento comercial

Cuadro 9

COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1970-1985

	Pasivos totales (millones de pesos)	Recursos de crédito externo (millones de pesos)	Patrimonio (millones de pesos)	Pasivos externos con terceros (1) - (3) (millones de pesos)	Pasivos externos con terceros/ Pasivos totales (porcentaje)	Recursos de crédito interno (4) - (2)	Recursos de crédito interno/ Pasivos externos (porcentaje)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970 Junio	21 365	...	2 870	18 495	86.6	...	...
Diciembre	22 996	...	3 302	19 694	85.6	...	...
1971 Junio	25 348	7 022	3 632	21 716	85.7	14 694	67.7
Diciembre	25 533	7 071	3 860	21 673	84.9	14 602	67.4
1972 Junio	29 544	8 901	4 243	25 301	85.6	16.400	64.8
Diciembre	31 684	9 011	4 561	27 123	85.6	18 112	66.8
1973 Junio	38 029	10 090	4 992	33 162	87.2	23 072	69.6
Diciembre	44 568	10 114	5 367	39 201	88.0	29 087	74.2
1974 Junio	50 523	12 537	6 072	44 451	88.0	31 914	71.8
Diciembre	58 363	20 191	6 740	51 623	88.4	31 432	60.9
1975 Junio	66 466	21 341	7 429	59 037	88.8	37 696	63.9
Diciembre	73 992	22 228	8 485	65 507	88.5	43 279	66.1
1976 Junio	86 925	24 610	9 964	76 961	88.5	52 351	68.0
Diciembre	99 008	27 169	11 115	87 893	88.8	60 724	69.1
1977 Junio	127 021	24 199	12 780	114 241	89.9	90 042	78.8
Diciembre	138 151	27 483	14 073	124 078	89.8	96 595	77.8
1978 Junio	170 212	29 735	16 193	154 019	90.5	124 284	80.7
Diciembre	178 181	29 725	19 566	158 615	89.0	128 890	81.2
1979 Junio	251 047	31 092	22 005	229 042	91.2	197 950	86.4
Diciembre	252 376	49 412	25 714	226 662	89.8	177 250	78.2
1980 Junio	300 178	57 967	29 771	270 407	90.1	212 440	78.6
Diciembre	362 281	73 579	35 697	326 584	90.1	253 005	77.5
1981 Junio	409 873	79 590	40 187	369 686	90.2	290 096	78.5
Diciembre	491 634	91 026	47 227	444 407	90.4	353 381	79.5
1982 Junio	558 496	108 783	51 181	507 315	90.8	398 532	78.6
Diciembre	594 176	118 438	60 292	533 884	89.8	415 446	77.8
1983 Junio	685 682	161 181	61 466	624 216	91.0	463 035	74.2
Diciembre	758 026	167 331	68 672	689 354	90.9	522 023	75.7
1984 Junio	837 968	195 579	71 039	766 929	91.5	571 350	74.5
Diciembre	909 494	206 824	71 563	837 931	92.1	631 107	75.3
1985 Junio	1 018 559	232 355	75 996	942 563	92.5	710 208	75.3
Diciembre	1 182 232	...	...	...	...	...	...

Fuente: (1): *Revista del Banco de la República* (enero de 1986), 1970-1985, cuadro 3.1.2.

(2): Cálculos basados en datos de la Asociación Bancaria de Colombia (1985), cuadro 5, p. 22.

(3): Igual que (2), pero sobre la base de datos del cuadro 4, p. 20.

y sociedades fiduciarias) y en el alza de las tasas reales de captación de las entidades financieras, al eliminarse en 1972-1974 los topes legales que las mantenían a niveles negativos en términos reales.

Como resultado, el cuasidinero (cuentas de ahorro, depósitos a plazo) ganó importancia rápidamente (cuadro 8). Las tendencias son claras. Entre 1970 y 1985, el efectivo más las cuentas corrientes (M_1) descendió ininterrumpidamente: de representar el 86.3% de la oferta monetaria ampliada (M_2) pasó a representar sólo el 39.8% de ella; esto significa, entre otras cosas, que la composición de los recursos del sistema financiero varió radicalmente entre los gratuitos (las cuentas corrientes no se remuneran en Colombia) y los pagados, en favor de estos últimos, aumentando así su vulnerabilidad a problemas de liquidez por deterioro en la cartera.

De igual modo, la disponibilidad relativa de crédito en la economía se incrementó apreciablemente, al pasar la relación M_2 /PIB de 18.9% en 1970 a 34.1% en 1985. El sector financiero se encontró, entonces, con tres hechos fundamentales: un mayor volumen relativo de recursos que colocar, un mayor costo medio de sus recursos al aumentar la proporción de los pagados con respecto a las cuentas corrientes, y una fuerte alza de las tasas de interés pagadas y cobradas.

La mayor disponibilidad de recursos internos cambió también las proporciones del endeudamiento del sector financiero entre interno y externo. Los únicos intermediarios colombianos autorizados para endeudarse en moneda extranjera son los bancos comerciales y las corporaciones financieras (bancos de inversión).⁵

Puesto que en Colombia el endeudamiento global (o pasivo con terceros) de los intermediarios financieros es regulado por la ley, no es de extrañar que la relación de endeudamiento de los bancos comerciales haya mostrado un aumento pequeño, aunque sostenido, entre junio de 1970 y junio de 1985, al pasar de 86.6% a 92.5% (cuadro 9, columna (5)).

La participación de los recursos internos en el endeudamiento total de los bancos tuvo un comportamiento cíclico (cuadro 9, columna (7)), depen-

⁵Dado que la distribución de la deuda empresarial entre obligaciones en moneda nacional y obligaciones en moneda extranjera no presenta cambios permanentes, se colige que las empresas han acudido cada vez más al endeudamiento directo.

Cuadro 10

COLOMBIA: RELACION ENTRE LOS RECURSOS INTERNOS PAGADOS^a Y LOS ACTIVOS PRODUCTIVOS DEL SISTEMA BANCARIO,^b 1970-1984

	Porcentajes
1970	25.5
1971	30.6
1972	31.4
1973	32.2
1974	39.7
1975	47.3
1976	49.3
1977	54.0
1978	60.7
1979	60.2
1980	60.0
1981	63.6
1982	74.0
1983	70.8
1984	76.2

Fuente: Carrizosa (1985), pp. 110-111

^aDepósitos de ahorro, certificados de depósito a plazo y recursos del Banco de la República.

^bPréstamos, descuentos, deudores varios e inversiones.

diendo de la mayor o menor apertura al crédito externo determinada por el gobierno mediante el control de cambios que rige en Colombia desde 1967. Entre 1975 y 1979, aumentó fuertemente la participación de los recursos nacionales, de 60.9% a 86.4%, al coincidir la expansión del ahorro financiero nacional antes descrita con una bonanza cafetera que llevó a frenar el acceso al crédito externo. Entre 1979 y 1983, se observa una tendencia a la baja en el peso relativo de los recursos internos (hasta 74.2%) por una mayor flexibilidad del gobierno frente al endeudamiento externo. Esta tendencia es frenada por la crisis internacional de 1982-1983, a partir de la cual la renuencia de la banca extranjera a aumentar sus préstamos al Tercer Mundo ha mantenido la cifra en 75%, aproximadamente, en el caso de los bancos comerciales.

En el cuadro 10 se muestra de otra manera la dependencia cada vez mayor del sistema bancario respecto de los recursos internos pagados, con efectos que se iban a manifestar en la crisis de los años ochenta.

Las corporaciones financieras exhibieron una evolución similar a la de los bancos comerciales en lo referente a su nivel global de endeudamiento, que se elevó de manera constante desde 77.8% en 1970 a 88.3% en 1985 (cuadro 11, columna (5)). La composición de este endeudamiento se mantuvo relativamente estable hasta 1978: los recursos internos representaron 85.89% de él entre 1970 y 1978; posteriormente, la proporción siguió descendiendo hasta llegar a 61.5% en 1985. Las corporaciones financieras perdieron capacidad para captar ahorro interno, y pasaron a depender cada vez más de recursos externos canalizados a través del Banco de la República para financiar importaciones de

equipos. Esta dependencia tendría serias consecuencias para ellas al acelerarse la devaluación iniciada a finales de 1984, como parte del programa de ajuste convenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Al depender su endeudamiento en un 100% de recursos pagados, las corporaciones financieras se encontraron en la misma situación que los demás intermediarios no bancarios: las sociedades de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Por lo tanto, la crisis del sector real iba a afectar seriamente la liquidez y hasta la solvencia de varias de ellas, como se analizará en la sección III.

Cuadro 11

**COLOMBIA: ENDEUDAMIENTO DE LAS CORPORACIONES FINANCIERAS,
1970-1985**

(Millones de pesos)

	Pasivos totales	Recursos de crédito externo	Patri- monio ^a	Pasivos externos (1) - (3)	Pasivos externos/ Pasivo total (porcentaje)	Recursos de crédito interno (4) - (2)	Recursos internos/ Pasivos externos (6) / (4) (porcen- taje) (7)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1970	8 891	813	1 975	6 916	77.8	6 103	88.2
1971	11 241	1 271	2 323	8 918	79.3	7 647	85.7
1972	14 052	1 352	2 533	11 519	82.0	10 167	88.2
1973	15 899	1 694	3 173	12 726	80.0	11 032	86.7
1974	19 353	2 221	3 681	15 672	81.0	13 451	85.8
1975	24 481	2 731	4 415	20 066	82.0	17 335	86.4
1976	31 908	2 965	5 220	26 688	83.6	23 723	88.9
1977	44 997	4 218	6 080	38 917	86.5	34 699	89.1
1978	57 619	6 878	8 938	48 681	84.5	41 803	85.9
1979	70 039	9 774	10 696	59 343	84.7	49 569	83.5
1980	105 536	18 678	13 463	92 073	87.2	73 395	79.7
1981	142 919	25 561	16 711	126 208	88.3	100 647	79.7
1982	182 537	37 056	27 952 ^a	154 585	84.7	117 529	76.0
1983	220 846	44 790	31 686	189 160	85.6	144 370	76.3
1984	265 391	75 189	35 593	229 798	86.6	154 609	67.3
1985	385 261	130 985	45 094	340 167	88.3	209 182	61.5

Fuente: (1): 1970-1977: Informe del Gerente, anexo estadístico, pp. 80 y 64.
1978-1985: *Revista del Banco de la República*.

(2): 1970-1977: Informe del Gerente, anexo estadístico.

1978-1985: Informes anuales del Gerente a la Junta Directiva.

(3): 1970-1971: *Ibid* (1). Patrimonio = capital pagado + reserva legal + reservas eventuales + utilidades del ejercicio.

1972-1977: Patrimonio = capital pagado + reserva legal + reservas eventuales.

1978-1985: *Revista del Banco de la República* e informes del Gerente.

^a El aumento se explica por el aporte del gobierno a la Financiera Eléctrica Nacional (FEN).

II

Factores que explican el endeudamiento interno

Corresponde ahora proponer una interpretación de las tendencias del endeudamiento identificadas en la sección anterior, y examinar sus consecuencias en el sector productivo. Con este objetivo en mente, se presentan a continuación las consideraciones fundamentales que rigen la elección entre deuda y capitalización, y la composición de la deuda según su origen (interno o externo). Luego se utiliza este modelo para analizar el posible comportamiento de la demanda y la oferta de crédito interno. Al final de la sección se señalan los efectos del crecido endeudamiento sobre el sector productivo, así como el papel desempeñado por el incremento de las tasas de interés a finales de los años setenta, y la recesión de la primera mitad de los años ochenta.

1. *Determinación de la estructura de la financiación del capital*

El aspecto más extensamente analizado en la literatura sobre estructura financiera de las empresas es la distinción entre capital propio y endeudamiento. La esencia de esta distinción radica en los derechos de propiedad que corresponden a cada forma de financiación. El valor y el rendimiento del capital propio depende expresamente del desempeño de la empresa. En contraste, las condiciones que rigen el valor y el rendimiento de la deuda son principalmente función de la oferta y demanda en el mercado de crédito, y son relativamente independientes de la suerte que registre la empresa. El nexo existente entre las condiciones financieras de la deuda y la empresa deudora es una prima de riesgo, que cubre la expectativa de insolvencia para atender obligaciones con terceros. Pero, de todas maneras, resulta significativo que las condiciones pactadas de rendimiento y valor del capital de la deuda son relativamente independientes de los resultados que arroje la empresa, los que afectan más bien el valor de los dividendos o el precio de la acción. Es decir, el interés que una empresa debe pagar o el capital de la deuda que debe amortizar no disminuyen si los resultados de la empresa se deterioran, aspecto que le imprime inflexibilidad al manejo financiero.

Las dos grandes opciones citadas de estructura de los pasivos de las sociedades reflejan en el fondo

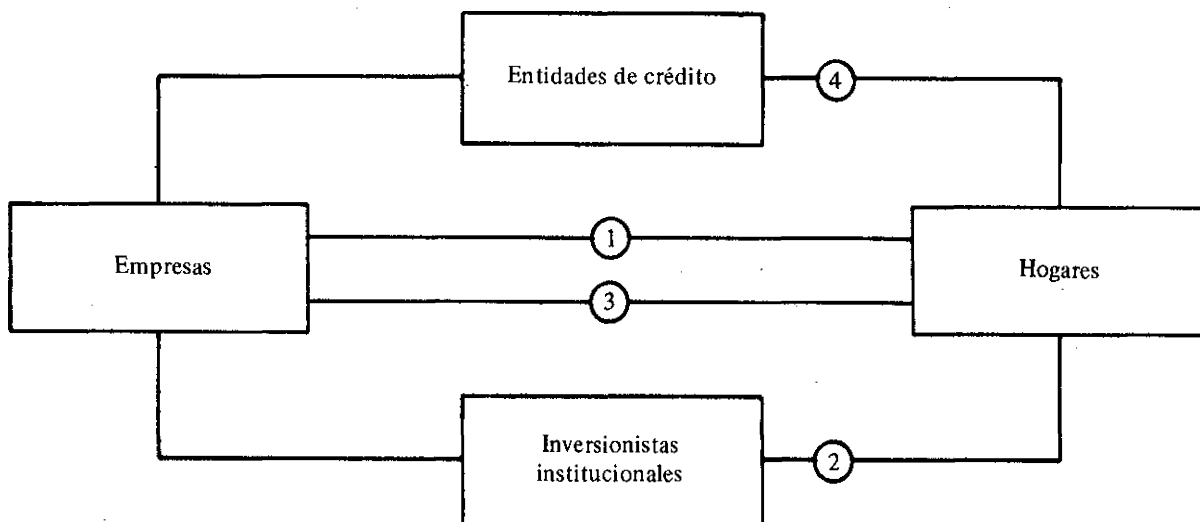
las formas alternativas en que los hogares pueden financiar el capital empresarial. Este punto se ilustra en el gráfico. La cartera financiera de los hogares puede estar constituida por acciones o por bonos. A su vez, estos bonos o acciones pueden ser emitidos directamente a los hogares por las empresas, o bien pueden ser emitidos originalmente a favor de intermediarios financieros e inversionistas institucionales. Dicho en forma esquemática, entonces, se tienen cuatro vías principales de financiación. En la primera, los hogares mantienen acciones de sociedades anónimas; en la segunda, mantienen títulos de inversionistas institucionales, quienes a su vez invierten en acciones de sociedades; en la tercera, los hogares son titulares de la deuda de las empresas, y en la cuarta, los hogares son titulares de bonos y depósitos en entidades financieras, las cuales prestan directamente a las empresas. Hay, por supuesto, otros canales de financiación del capital que no aparecen en el gráfico (por ejemplo, los inversionistas institucionales pueden adquirir bonos en lugar de acciones). Pero los citados son los más importantes para fines del presente análisis.

Dentro de la deuda o la propiedad empresarial, hay otras distinciones que conviene señalar. Existen diferentes tipos de acciones (comunes o preferenciales, por ejemplo); diferentes tipos de accionistas (personas naturales, personas jurídicas privadas, entidades del sector público); diferentes tipos de deuda (interna o externa, de largo o corto plazo) y diferentes tipos de deudores. Para los fines de este estudio, que enfoca fundamentalmente la deuda interna de las empresas, conviene desarrollar el análisis teórico en dos etapas, preguntándose primero por los elementos determinantes del endeudamiento global de las empresas, y luego por la distribución de este endeudamiento entre deuda externa y deuda interna.

a) *Emisión de acciones o endeudamiento*

El enfoque convencional para analizar la estructura de los pasivos de una empresa, según se trate de patrimonio o endeudamiento, invoca la conocida teoría del costo del capital. Para aplicarla se analizan los elementos que determinan el costo del capital en las dos opciones de financiación, con el fin

Gráfico I
PRINCIPALES OPCIONES DE FINANCIACION DEL CAPITAL



de comparar los incentivos para hacer uso de una u otra. El concepto de costo del capital permite determinar cuánto cuestan a una empresa los recursos provenientes de endeudamiento y cuánto los recursos obtenidos por emisión de acciones. Aunque un análisis elemental señala que la tasa de interés es la variable fundamental, esta respuesta simplifica indebidamente un problema que presenta muchas complejidades cuando se incorporan los efectos de la tributación, la inflación y el reparto de utilidades.

Con el fin de evaluar el papel que desempeñan las variables anteriores, conviene presentar un ejemplo simple que ilustra el concepto de costo del capital: Un empresario debe decidir si le conviene adquirir maquinaria para elevar su capacidad de producción. Si se supone que no hay inflación ni impuestos, que nuestro empresario se reparte a sí mismo todas sus utilidades, que no tiene posibilidad de colocar acciones en el mercado y que su capital físico no se deprecia, se concluye que el costo del capital es sencillamente la tasa de interés en el mercado de crédito. Este costo indica el mínimo adicional que debe producir la nueva maquinaria para que se justifique el endeudamiento que permita ampliar la operación. Si la maquinaria no produce ese mínimo, más le vale al empresario mantener su nivel actual de producción, o buscar una línea de actividad más rentable.

Cuando se incorporan al análisis los efectos de la tributación (personal y de sociedades), y de la inflación, el cálculo del costo del capital para la emisión de acción (X_a) es:

$$X_a = \frac{r - q + qc}{f} \quad (1)$$

donde r es la tasa de interés nominal, q es la tasa de inflación, c es la tasa de impuesto sobre las ganancias de capital, y

$$f = (1-t) [1 - (pu + (1-p)c)] \quad (2)$$

donde t es la tasa de impuesto a las sociedades, u es la tasa de impuesto a las personas naturales, y p es la proporción repartida de las utilidades. De otra parte, el costo del capital financiado por endeudamiento (Auerbach, 1983, pp. 905-940) es:

$$X_d = \frac{r - q}{1 - u} + q \left(\frac{1}{1 - q} - \frac{1}{1 - t} \right)^6 \quad (3)$$

Cabe esperar que en el margen las dos alternativas de financiación presenten el mismo costo. No está claro, sin embargo, cuál es la variable (o el

⁶En esta fórmula se supone que todos los intereses son deducibles en tanto que los dividendos (utilidades repartidas) no lo son.

conjunto de variables) que se ajusta para igualar estos costos, cuando varían los parámetros tributarios o la tasa de inflación. En el modelo expuesto, las posibilidades se limitan a la tasa de descuento o a la proporción de utilidades repartidas. Para dar un ejemplo, un aumento de la tasa impositiva que se aplica a las sociedades eleva X_a y disminuye X_d . Si se supone una repartición total de las utilidades (e.i., $p = 1$), el efecto de un aumento en r sería mayor sobre X_a que sobre X_d , de tal suerte que la igualación de los dos requeriría una disminución de r . Sobre este punto, sin embargo, no es indispensable profundizar para los efectos del presente estudio. Basta señalar, retomando el ejemplo, que el aumento en t estimularía el endeudamiento, y que este efecto sería el que correspondería intentar corroborar en las cifras presentadas en la sección anterior.

Conviene señalar los efectos esperados de cambios en la tasa de interés, el ritmo de inflación y las tasas de tributación. Para facilitar el análisis, se supone que las sociedades reparten la totalidad de las utilidades, y que las ganancias de capital originadas en la inflación no tributan. Sobre la base de estos supuestos, un aumento de la tasa de interés, permaneciendo constante el ritmo de inflación, elevaría el costo de emitir acciones más que el costo del endeudamiento. La razón es que parte de este aumento es deducible como costo; en el caso del endeudamiento, en tanto que no lo es cuando la remuneración al capital se paga en calidad de dividendos. Visto de otra forma, las utilidades tributan dos veces, en tanto que los intereses tributan sólo una vez, de suerte que un aumento en la tasa de interés real eleva más el costo de la emisión de acciones.

Por otra parte, el efecto de un aumento de la inflación, manteniendo constante la tasa de interés real (e.i., $r - q$), depende de los valores que tengan las tasas impositivas sobre las sociedades y las personas. Si la tasa que se aplica a las sociedades es superior a la que se aplica a las personas, se reduce el costo del endeudamiento. Lo contrario ocurre si la tasa para las personas es superior a aquella para las sociedades. El aumento en la tasa de inflación, con los supuestos señalados, no tiene efecto sobre el costo del capital por emisión de acciones, en la medida en que, como se supuso, las ganancias de capital originadas en la inflación no estén efectivamente gravadas.

El aumento de la tributación sobre las sociedades eleva menos el costo del endeudamiento puesto que también genera, en este caso, una deduc-

ción. En cambio, la mayor tributación acentúa aún más el doble gravamen sobre las utilidades que se reparten como dividendos. De otro lado, el aumento de la tasa de tributación que se aplica a las personas eleva más el costo del endeudamiento, puesto que grava, al nivel personal, el componente inflacionario de los intereses. La validez de esta última conclusión depende, por supuesto, de que los intereses realmente tributen a nivel personal. Este supuesto es discutible en el caso colombiano, donde la evasión tributaria sobre los ingresos por intereses parece ser mayor que la evasión sobre los ingresos por dividendos.

b) *El endeudamiento interno frente al endeudamiento externo*

El análisis anterior se ocupó de la distribución de los pasivos empresariales entre endeudamiento y capitalización, suponiendo implícitamente alternativas homogéneas de endeudamiento. Sin embargo, uno de los propósitos centrales del presente estudio es precisamente el de examinar el comportamiento del endeudamiento interno.

En la economía colombiana, la distinción entre endeudamiento interno y externo corresponde virtualmente a aquella entre deuda en moneda nacional y deuda en moneda extranjera, si bien existen algunas operaciones de crédito en moneda nacional con recursos externos, en donde el riesgo cambiario es asumido por el Banco de la República.

Ahora bien, en un mercado crediticio sin restricciones artificiales o institucionales de cantidades o de precios (tasa de interés, por ejemplo); con proyecciones totalmente ciertas del movimiento del tipo de cambio, y con igualdad de tratamiento tributario, a los empresarios les sería indiferente endeudarse en moneda nacional o en moneda extranjera, ya que la tasa de interés en moneda nacional sería igual a la suma de la tasa de interés externa y de la devaluación perfectamente anticipada. Sin embargo, basta con que la devaluación no se anticipe con certidumbre para que no resulte equivalente para una empresa adquirir uno u otro tipo de deuda. Para una empresa con un producto cuyo precio no tenga ajuste cambiario, el riesgo de pérdida por endeudamiento externo es mayor que para una empresa con un producto comercializable internacionalmente. De otra parte, pueden existir restricciones importantes que pesen sobre el acceso a los diferentes tipos de crédito, aspecto que es de la mayor importancia en el caso colombiano. En algunas épocas, factores insti-

tucionales han determinado el acceso al crédito en moneda nacional; en otras, la política cambiaria o la política crediticia de las entidades internacionales de crédito han limitado la utilización de recursos externos. Conviene, pues, repasar tanto el régimen de devaluación en Colombia como las diferentes políticas que de alguna forma u otra han restringido el mercado durante los últimos veinte años.

Como bien se sabe, Colombia practica el sistema de devaluación gradual (*crawling peg*) desde 1967. El ritmo de devaluación se ajusta según la escasez o abundancia de divisas. Así, hasta 1975, la devaluación en términos reales fue relativamente acelerada, y buscó aumentar la oferta de divisas; a partir del agudo deterioro cambiario registrado a mediados de los años sesenta. Durante la segunda mitad de los años setenta, la devaluación real fue lenta (de hecho, negativa), porque el café y otros productos (incluidos los estupefacientes) generaron una abundante oferta de moneda extranjera. Finalmente, a partir de 1983, la devaluación ha sido acelerada, como resultado de la crisis cambiaria ocurrida en ese año. El año de devaluación más aguda dentro de este último proceso fue 1985, con una caída de 50% del valor del peso colombiano, la que no había tenido precedentes durante el régimen de devaluación gradual. Este episodio probablemente había sido anticipado por las empresas desde tiempo atrás, si bien había existido incertidumbre sobre el momento preciso en el cual se llevaría a cabo.

En lo que se refiere a las restricciones de tipo institucional, aquellas de origen interno derivan de la política monetaria, generalmente preocupada por el efecto que puedan tener en el sector monetario las divisas provenientes del crédito externo. En la segunda mitad de los años setenta, cuando cabía suponer que el bajo ritmo de devaluación estimularía la demanda de crédito en moneda extranjera, ésta se vio limitada por las restricciones que introdujo la Junta Monetaria. En los años ochenta, las limitaciones se originaron más bien en las entidades de crédito externo, deseosas de reducir apreciablemente su expansión crediticia en el área latinoamericana en general. Colombia resultó afectada por este cambio en la percepción del riesgo, si bien salió mejor librada que algunos otros países de la región.

Finalmente, conviene señalar una diferencia importante entre el tratamiento tributario del costo de la deuda externa y el tratamiento del costo de la deuda interna. Hasta 1978, el ajuste cambiario de la deuda externa en que se incurría para hacerse de

capital de trabajo no era aceptado como deducción. En contraste, los intereses sobre el crédito en moneda nacional siempre han sido deducibles en su totalidad. Esto crea una asimetría en la determinación del costo de la deuda, según ésta se denomine en moneda extranjera o en moneda nacional.

2. Estímulos a la demanda de crédito

A base de las ecuaciones (1) y (3), se puede calcular la evolución del costo teórico que tiene en Colombia el capital para las sociedades anónimas, según se financie por endeudamiento o por emisión de acciones. Este cálculo fue efectuado en Carrizosa (1986). Sus resultados en caso de distribución total de utilidades de una sociedad anónima, aparecen en el cuadro 12. Ahí puede apreciarse que el costo del capital por emisión de acciones ha sido en general superior al costo del capital obtenido por endeudamiento. Corresponde ahora analizar las razones de esta permanente discrepancia.

Antes de 1953 no existía doble tributación sobre las utilidades en Colombia. Los accionistas de las sociedades anónimas no tributaban sobre los dividendos que recibían, en tanto que las sociedades anónimas sí tributaban sobre sus utilidades de acuerdo a tasas progresivas. De otra parte, las sociedades de responsabilidad limitada no tributaban, al tiempo que sus socios sí pagaban impuesto a la renta sobre las participaciones que les correspondían en estas sociedades. Tanto las sociedades anónimas como las personas naturales estaban afectas además al impuesto sobre los excesos de utilidades y otras sobretasas que formaban parte de la tributación a la renta.

Pese a la ausencia de doble tributación antes de la reforma de 1953, el costo del endeudamiento era entonces inferior al de las acciones. Esto se explica por la inflación (fenómeno que aumenta la ventaja tributaria de la deuda cuando los intereses son deducibles en su totalidad) y por el bajo nivel nominal de éstos hasta 1974. Con la reforma de 1953, la conveniencia relativa del endeudamiento aumentó de manera significativa, puesto que esta reforma, además de introducir la doble tributación, elevó las tasas tributarias aplicables a las sociedades anónimas en mayor medida que las aplicables a las personas naturales. La doble tributación disminuyó la ventaja impositiva de los dividendos; el mayor aumento de las tasas aplicables a las sociedades elevó el efecto que sobre los impuestos de la sociedad tenía el hecho de que los intereses fuesen deducibles.

Cuadro 12

COLOMBIA: COSTO TEORICO DEL CAPITAL PARA UNA SOCIEDAD ANONIMA, SEGUN LA RENTA DEL ACCIONISTA^a

Año	Emisión de acciones			Deuda		
	Renta de un millón de pesos ^b (1)	Renta de 2.5 millones de pesos ^b (2)	Renta de 10 millones de pesos ^b (3)	Renta de un millón de pesos ^b (4)	Renta de 2.5 millones de pesos ^b (5)	Renta de 10 millones de pesos ^b (6)
1953 ^c	4.18	4.18	4.18	1.40	1.98	3.08
1953 ^d	5.02	5.41	6.48	-0.31	0.77	3.77
1960 ^c	5.40	6.20	7.03	-0.21	2.40	4.69
1960 ^d	5.60	6.44	8.06	-1.17	1.00	5.16
1967 ^c	10.48	12.83	14.09	3.28	7.51	9.78
1967 ^d	10.88	13.22	14.57	4.00	8.22	10.65
1974 ^c	9.16	9.61	11.06	5.86	8.07	15.18
1974 ^d	8.93 (20.83) ^e	11.79 (27.52)	14.20 (33.14)	-0.60	12.58	23.67
1982	28.25	32.68	37.88	17.66	26.96	37.88
1983 ^d	16.67	18.71	19.58	3.82	10.94	13.41
1985	16.67	18.70	19.58	4.59	11.18	14.54

Fuente: Carrizosa (1986), p. 75.

^aSe supone una distribución total de utilidades.

^bPesos constantes de 1985.

^cAntes de la reforma tributaria de ese año.

^dDespués de la reforma tributaria de ese año.

^eLos porcentajes entre paréntesis suponen una tributación de 20% sobre las ganancias de capital.

Desde la reforma tributaria de 1953 y hasta la de 1960, la inflación aumentó las tasas tributarias que se aplicaban a cada nivel de renta real de personas naturales y de sociedades. El aumento de la tasa aplicable a las sociedades eleva la ventaja relativa del endeudamiento; el aumento de las aplicables a las personas naturales disminuye esta ventaja, puesto que recae sobre la totalidad de los intereses y no afecta la porción de las utilidades que ya tributó en la sociedad anónima. El efecto neto de estas fuerzas, disminuyó la ventaja relativa del endeudamiento para personas naturales con rentas altas, mientras que el efecto de la inflación sobre las tasas aplicables a rentas bajas fue poco significativo.

La reforma tributaria de 1960 bajó las tasas correspondientes a personas naturales (excepto en el caso de rentas altas) y subió las de las sociedades, de suerte que nuevamente aumentó la ventaja relativa

del endeudamiento. El efecto positivo de la inflación acumulada sobre las tasas impositivas reales aplicables a las personas naturales disminuyó esta ventaja entre 1960 y 1967, y lo mismo hicieron los aumentos de estas tasas promulgados en 1967. Entre 1967 y 1974, la inflación y las tasas de interés aumentaron, y la inflación acumulada elevó nuevamente las tasas tributarias aplicables a cada nivel de ingreso real de las personas naturales. Este último efecto disminuyó otra vez la ventaja del endeudamiento, si bien al ser mayor el aumento de la inflación que el de las tasas de interés se compensó parcialmente el efecto de la mayor tributación personal sobre el costo del endeudamiento. La reforma tributaria de 1974 elevó las tasas impositivas aplicables a ingresos medianos y altos disminuyendo aún más la ventaja del endeudamiento, excepto para ingresos bajos; este efecto hubiese sido mayor si al mismo tiempo no se hubiese

decidido elevar las tasas aplicables a las utilidades empresariales. Entre 1974 y 1982, el efecto de la inflación acumulada sobre las tasas aplicables a personas disminuyó de nuevo la ventaja tributaria del endeudamiento, pero el aumento de las tasas de interés tuvo un impacto mayor sobre el costo del capital por emisión de acciones, puesto que en la alternativa de endeudamiento es posible deducir los intereses. Por lo tanto, se mantuvo la ventaja neta de esta última opción. Posteriormente, la reforma de 1983 alivió la doble tributación sobre los dividendos y la tributación personal sobre los intereses, con un resultado neto favorable al endeudamiento.

Las cifras del cuadro 12 muestran que, en general, el costo teórico de la emisión de acciones se ha mantenido por encima del costo teórico de la deuda. Si a ello se añade que la tributación personal sobre los intereses se evade más fácilmente que la tributación personal sobre los dividendos, la ventaja del endeudamiento sobre las acciones resulta todavía mayor. Esta ventaja explica en gran medida por qué las sociedades en Colombia han buscado endeudarse en la forma descrita en la sección anterior.

Otro aspecto menos conocido del problema es el papel que desempeña el endeudamiento como mecanismo para cerrar las sociedades, y aislarlas del control de los ahorradores pequeños. Este mecanismo se ve estimulado por los aumentos en las tasas tributarias, ya que a través de sociedades cerradas se facilita la evasión.

Si bien la información sobre la distribución de la deuda empresarial entre moneda nacional y moneda extranjera es muy limitada, las cifras presentadas antes en el cuadro 3 sugieren que esta distribución no presenta cambios de carácter permanente. El análisis de la elección entre las dos modalidades de deuda debe consultar tanto los cambios en el grado de riesgo cambiario como en el acceso a los dos tipos de recursos. Además, la devaluación *ex post* afecta el costo efectivo de la deuda externa, aspecto que se refleja en los cambios observados en el endeudamiento. Ya se vio que la importancia relativa del endeudamiento externo privado disminuyó entre 1975 y 1978 debido principalmente a dos factores: en primer término, el menor ritmo de devaluación del período disminuyó el crecimiento del valor en pesos de la deuda externa vigente. En segundo término, pese a que este menor ritmo de devaluación elevó la demanda de crédito externo, la política financiera limitó el acceso a estos recursos, con miras a detener la acumulación de reservas in-

ternacionales, fenómeno que estaba amenazando la estabilidad monetaria.

Es interesante también analizar el período 1982-1985. Las cifras disponibles indican que en él la deuda en dólares se estancó y luego cayó. A ello contribuyó tanto el mayor riesgo percibido de devaluación abrupta, como el progresivo endurecimiento de los mercados de crédito externo hacia América Latina. Sin embargo, el valor en pesos de esta deuda creció más rápido que la deuda contraída en moneda nacional, debido al acelerado ritmo de devaluación. No es mucho más lo que puede decirse a partir de las cifras globales disponibles. Parece claro, no obstante, que la distribución de la deuda entre moneda extranjera y moneda nacional es muy sensible a las disposiciones de política financiera, al ritmo efectivo de devaluación, y al acceso que brinden las entidades de crédito externo. Por lo demás, no deja de sorprender que, en promedio, la importancia relativa de los recursos externos no se haya modificado en forma permanente.

3. Aspectos institucionales de la oferta de crédito por el sector financiero

Las reformas financieras de la primera mitad de los años setenta incrementaron grandemente la captación de ahorro financiero y el número y clase de entidades dedicadas a la intermediación. Se presenció una explosión en la actividad financiera y proliferaron toda clase de empresas, unas vigiladas por la Superintendencia Bancaria y otras sin ninguna clase de controles, dedicadas a atraer ahorros personales ofreciendo altas tasas de interés reales; éstas, como se ha indicado, no eran una novedad en Colombia (Carrizosa, 1985) ya que con anterioridad a los años setenta existían altas tasas reales en el mercado libre de dinero. La novedad consistió en permitir (inicialmente a las corporaciones de ahorro y vivienda en 1972, y después a todo el sistema financiero) pagar tasas de interés reales positivas por el ahorro financiero. Como resultado, la relación de M_2 al PIB aumentó espectacularmente, doblándose casi en el curso de los últimos quince años (cuadro 8).

El gran aumento en la captación de recursos de ahorro por los intermediarios financieros tuvo una serie de consecuencias importantes tanto en el valor de las acciones como en la concentración de los créditos, la proliferación de intermediarios y la propia calidad de la cartera de activos de éstos.

a) Deterioro del valor de las acciones

Al no existir en el país un mercado de acciones integrado por grandes inversionistas institucionales capaces de apreciar el impacto de los asuntos patrimoniales o de rentabilidad en el valor intrínseco de las acciones, el precio de éstas pasó a depender de la capacidad de la sociedad anónima de pagar al ahorrador pequeño o mediano un dividendo competitivo con las tasas de interés ofrecidas por los intermediarios financieros.

Al elevarse después de 1972 las tasas de interés reales ofrecidas al ahorrador por las entidades financieras, el efecto de esta alza sobre las acciones fue demoledor: "en 1965, les correspondía el 59% del valor de las transacciones en la Bolsa de Bogotá; en 1970, la participación todavía estaba en 57%; en 1975, 24%; en 1980, 14% y en 1982, 5.5%". (Figueroa, 1983, p. 6.)

Las sociedades anónimas trataron de defenderse repartiendo una proporción mayor de sus utilidades netas, la que pasó de 64.4% en 1970 a 77.3% en 1982 para la muestra estudiada. "A pesar de ello, y como era de esperar, los dividendos no pudieron darle por sí solos una rentabilidad competitiva a las acciones. Por ello, el índice de cotización de acciones deflactado por el de precios implícitos del PIB muestra un deterioro secular a partir del establecimiento de la doble tributación en los años cincuenta." (Figueroa, 1983, p. 6.)

Entre 1970 y 1975 el proceso de depreciación del valor real de las acciones se agudizó hasta estabilizarse en una proporción entre 23% y 33% más baja que la de 1970, como reflejo de los nuevos niveles de las tasas de interés pagadas desde 1972 por el sistema que opera con unidades de poder adquisitivo constante, y por el sistema financiero en su conjunto a partir de 1974.

La depreciación real de las acciones llevó su precio de bolsa a situarse muy por debajo de su valor intrínseco, lo que atrajo el interés de grupos empresariales que vieron ahí una buena oportunidad para adquirir a bajo costo las grandes sociedades anónimas abiertas del país, aprovechando que las acciones de tales sociedades se hallaban en manos de un gran número de pequeños y medianos inversionistas, interesados únicamente en los dividendos, los que eran cada vez menos competitivos con los intereses ofrecidos por el sector financiero.

Colombia vivió a partir de los años setenta un intenso proceso de concentración de la propiedad de sus principales sociedades anónimas.

Muchas de las adquisiciones de sociedades que se realizaron en este período fueron hechas por conglomerados industriales-financieros a base de recursos obtenidos del público a altas tasas de interés reales. Se suponía que esas adquisiciones iban a permitir obtener utilidades mayores que el simple dividendo, al concentrar en el grupo toda una serie de beneficios (seguros, depósitos, etc., ...); esto, unido a utilidades ocasionales por la venta de activos fijos de las empresas adquiridas, permitiría al grupo pagar los intereses de los ahorradores y lograr una buena ganancia en el proceso.

En conclusión, lo estrecho e inadecuado del mercado nacional de acciones hizo que el valor real de éstas se resintiera por medidas como la doble tributación y la liberación de las tasas de interés, lo que a su vez estimuló operaciones especulativas de alto riesgo a base del ahorro del público.

El gobierno, preocupado por las implicaciones de todo este proceso, creó en 1979 la Comisión Nacional de Valores, con el fin de regular las adquisiciones de las sociedades en la bolsa, y la oferta pública de valores en general; pero era tarde, puesto que ya había culminado una gigantesca concentración de activos bajo el control de unos cuantos conglomerados, cuyo nivel consolidado de endeudamiento por la vía del proceso conocido como "piramidación", era muy elevado. Tales conglomerados, lo mismo que las empresas independientes que comenzaron los años ochenta con altos niveles de endeudamiento, probaron ser incapaces de resistir la desaceleración que sufrió la economía a partir de 1980, como se verá después.

b) Concentración de los créditos

La abundancia de recursos y de intermediarios financieros creó una fuerte competencia por prestar a los clientes capaces de mostrar "contablemente" márgenes de rentabilidad operacional suficientes como para poder pagar los altos intereses cobrados por los intermediarios. Muchos de éstos carecían de redes bancarias extensas que les facilitasen distribuir ampliamente sus créditos entre consumidores, pequeñas y medianas empresas, o geográficamente, y como resultado concentraron sus créditos en las empresas más dinámicas del sector no financiero. Como los activos fijos de éstas se encontraban hipotecados a las entidades que habían servido de intermediarias para su adquisición (bancos o corporaciones), los nuevos créditos les fueron otorgados

generalmente sin garantías reales, lo que iba a tener un efecto devastador en el futuro, como se verá más adelante.

El problema de mostrar niveles de endeudamiento demasiado altos en los balances de las empresas productivas fue resuelto por contadores ingeniosos mediante el mecanismo de reavalúos "comerciales" de los activos fijos; así, al incorporarse al patrimonio este incremento de valorización, se rebajaba considerablemente el endeudamiento aparente de las sociedades. Este método, también utilizado por las entidades financieras, como se verá después, mostró sus peligros cuando hubo que recibir posteriormente muchos de tales activos en dación en pago, y se comprobó lo irreal de muchos avalúos "comerciales".

Más grave aún, la competencia entre los intermediarios por colocar rápidamente y al por mayor sus recursos abundantes y costosos, los llevó a aceptar como práctica la refinanciación permanente de los créditos de corto plazo, de manera tal que en el estudio de las solicitudes de crédito sólo se consideraba la capacidad del cliente de pagar los intereses, pero no la de amortizar el capital. Cuando la economía se desaceleró al culminar el ciclo cafetero de 1979, y los bancos comenzaron a notar que sus clientes tenían dificultades para pagar los intereses oportunamente, comprobaron con alarma que menos posible aún les sería amortizar el principal, y que el alto endeudamiento hacía que los propietarios de las empresas deudoras tuviesen poco interés en rescatarlas con aumentos de capital. En otras palabras, al concentrar sus créditos en un número relativamente pequeño de empresas, el sector financiero iba a terminar siendo dueño de ellas cuando la caída cíclica del café afectase los niveles de rentabilidad del sector no financiero en los años ochenta.

c) Proliferación de intermediarios y dificultades de fiscalización

La proliferación de intermediarios y el número de oficinas de éstos, terminó imposibilitando el control efectivo de sus actividades por la Superintendencia Bancaria. Esta entidad había sido creada en 1923 con el fin de practicar auditorías amplias, detalladas y frecuentes en un número relativamente pequeño (20) de bancos y compañías de seguros. Con el correr de los años, se le fueron acumulando toda clase de funciones de vigilancia, para entidades tan

disímiles como las sociedades urbanizadoras y los corredores de bolsa.

A mediados de los años setenta, la Superintendencia vigilaba más de 300 entidades, con 2 500 oficinas. Sin embargo, sus mecanismos de visita, análisis y control seguían siendo los de 1930, pese a la creciente sistematización de las entidades financieras. Como resultado, la Superintendencia no pudo detectar ni impedir los abusos, autopréstamos y robos que algunos empresarios inescrupulosos cometieron con el ahorro del público, fuera de los que ocurrieron en empresas no vigiladas por la Superintendencia y que también se dedicaron a captar ahorros del público, masiva e irresponsablemente, a altísimas tasas reales de interés (20% y más). Esto llevó a que el gobierno estableciera en 1982, por decreto, la calidad de delito para la captación masiva y habitual de ahorro del público por entidades no autorizadas especialmente para ello, pero ya era tarde.

A la Superintendencia le ha correspondido en estos años intervenir y administrar en liquidación 32 entidades financieras, tarea para la cual tampoco estaba preparada. El gobierno se halla abocado ahora a una reforma profunda de la Superintendencia, que incluye la reducción del número de entidades vigiladas y de informes requeridos, una sistematización total del manejo de la información, y un programa de capacitación y remuneración más adecuado de su personal, hoy en su mayoría joven y de alta rotación. No cabe duda de que buena parte de los problemas del sector financiero (como la laxitud en los préstamos, los autopréstamos ilegales, los robos y otros) se hubiera podido evitar si la Superintendencia Bancaria se hubiese modernizado diez años antes.

d) Insuficiencia de las regulaciones contables

Así como no existieron mecanismos de control adecuados sobre las entidades financieras, tampoco había en el país una reglamentación clara y completa sobre la forma de llevar la contabilidad de las empresas del sector productivo; existían grandes vacíos en la interpretación de las regulaciones contables en temas críticos (como el tratamiento de los efectos de la inflación sobre los balances y estados de pérdidas y ganancias, la presentación de las cuentas de orden, y otros) que dejaban amplio margen a la interpretación de los contadores y revisores fiscales;

Cuadro 13

**COLOMBIA: DISTRIBUCION DE LAS RENTAS DEL CAPITAL,
TASAS DE INTERES REAL, Y DESVIACION DEL PRODUCTO
INTERNO BRUTO RESPECTO DE LA TENDENCIA
GENERADA POR EL CRECIMIENTO DE
LA POBLACION, 1970-1983**
(Porcentajes)

Año	Dividendos y participaciones/ Renta de la propiedad (empresa privada) (1)	Tasa de interés real (2)	Desviación del PIB respecto de la tendencia poblacional (3)
1970	60.0	2.5	(5.5)
1971	57.1	5.2	(4.3)
1972	63.3	2.3	(1.4)
1973	63.9	(1.1)	1.0
1974	66.7	0.4	2.8
1975	59.6	0.2	1.2
1976	61.1	3.1	2.0
1977	62.4	1.7	2.2
1978	57.7	3.8	6.7
1979	54.6	8.4	8.2
1980	52.7	9.6	8.6
1981	46.5	12.4	7.2
1982	45.1	13.0	4.5
1983	44.5	8.8	1.8

Fuente: (1): DANE, Cuentas Nacionales de Colombia: Cuenta de ingresos y gastos de las empresas privadas no financieras.
(2): Carrizosa (1985), p. 96.
(3): Regresión del logaritmo del producto interno bruto en función de la población.

esto llevó a que empresarios inescrupulosos utilizaran contadores y revisores de "manga ancha", cuando no abiertamente tramposos. Así lo pudieron comprobar los acreedores cuando les tocó revisar la realidad de los estados financieros de sus deudores morosos, lo que culminó en no pocas demandas penales.

La insuficiencia administrativa de la Superintendencia de Sociedades, encargada de la vigilancia y control de las sociedades anónimas y de las sociedades limitadas más grandes fue, junto con lo inadecuado de las normas contables, otro factor crítico en los errores que cometió la banca al prestar basándose en estados financieros amañados. Igual que en el caso de la Superintendencia Bancaria, la Superintendencia de Sociedades no se tecnificó ni capacitó suficientemente a su muy mal pagado personal para enfrentar el enorme aumento del número y la complejidad de las empresas bajo su vigilancia; esto explica en gran medida la desconfianza de los in-

versionistas acerca de la realidad de los patrimonios declarados por las sociedades, y sobre lo fidedigno de los avalúos como elemento para determinar el valor de las acciones, en adición a los dividendos repartidos.

El gobierno expidió en 1986 el Decreto 2160, sobre normas de contabilidad, con el fin de corregir los vacíos más obvios en este campo, aunque sin dar soluciones de fondo al espinoso problema del tratamiento contable de la inflación.

4. Consecuencias sobre el sector productivo

Una de las inquietudes interesantes que suscita el aumento observado y analizado del endeudamiento se refiere a sus relaciones con el desempeño del sector productivo. El aspecto que corresponde examinar, por lo tanto, es el efecto del endeudamiento sobre el riesgo de insolvencia de las empresas. Un alto nivel de endeudamiento eleva el riesgo de insol-

vencia que puede derivar de una recesión o de un alza de las tasas de interés. Cabe suponer que la frecuencia de casos de insolvencia observada está inversamente relacionada con la participación de las utilidades en las rentas totales provenientes de la propiedad del capital, para la economía en general. Cuanto más baja sea esta participación, mayor será el número probable de casos de insolvencia.

En el cuadro 13, columna (1), se presenta el valor de esa participación desde 1970 hasta 1983. La columna (2) del cuadro muestra estimaciones de la tasa de interés real. La columna (3) indica la diferencia porcentual entre el valor observado del PIB y la tendencia de largo plazo del producto interno bruto derivada del crecimiento de la población. Durante el período analizado hubo dos etapas de actividad económica vigorosa (1970-1974 y 1976-1980), una recesión breve en 1975 y otra prolongada de 1981 en adelante. Esta última es interesante de analizar. En el cuadro, las cifras de la primera columna son indicativas tanto del elevado endeudamiento alcanzado como del efecto de la recesión económica y de las altas tasas de interés sobre las utilidades después de 1980. Para muchas empresas la recesión se tradujo en pérdidas que las inhabilitaron para responder por sus acreencias con el sistema financiero. La coincidencia de aguda recesión, altas tasas de interés reales y elevado endeudamiento, configuró el escenario propicio para que parte del sector productivo no pudiese permanecer solvente, y trasladara sus pérdidas a las entidades de crédito, haciéndoles efectivo el riesgo que asumieron al prestar sin la debida prudencia, y con el respaldo por omisión de una Superintendencia Bancaria inhabilitada para

evaluar la relación de capital a activos de riesgo en dichas entidades.

En contraste, puede afirmarse que los índices relativamente bajos de endeudamiento registrados en décadas anteriores permitieron a las empresas absorber los golpes recesivos con menores traumatismos financieros. La economía colombiana ha registrado recesiones profundas anteriormente (por ejemplo, en 1967) y, sin embargo, nunca antes se había advertido efectos tan extendidos y generalizados de insolvencia: Nunca los índices de cartera bancaria vencida o de dudoso recaudo habían mantenido niveles tan altos desde 1950. Esto se analiza en la sección siguiente.

Desde otro punto de vista, cabe preguntarse si el fenómeno de la insolvencia financiera presenta a su vez efectos de retroalimentación sobre el sector productivo. Una empresa que no puede pagar sus obligaciones bancarias, y se va a la quiebra, deja de producir; a pesar de que su operación tal vez continúe siendo rentable, la empresa no es institucionalmente viable, dado el conflicto de derechos de propiedad que la quiebra protocoliza. En una empresa bien capitalizada, el resultado puede ser diferente, puesto que las pérdidas son absorbidas por los accionistas, para quienes la disminución en el valor de la acción puede ser transitoria si se trata de una empresa viable a largo plazo. Es muy difícil establecer cuántas empresas insolventes en Colombia hubieran podido continuar funcionando de haber contado con una base más sólida de capital, en lugar de verse convertidas en chatarra o bienes raíces cesantes y en reclamo prendario, a la espera del desarrollo de todo el trámite legal e institucional que acompaña al proceso de bancarrota.

III

Papel del endeudamiento empresarial en las dificultades del sector financiero durante los años ochenta

1. *Evolución de la cartera de las entidades financieras*

En secciones anteriores se ha visto cómo de la conjunción de una demanda ilimitada de crédito por parte del sector no financiero y de un gran aumento de las disponibilidades de recursos en manos del sector financiero a raíz de las reformas de 1972-1974,

el endeudamiento de las principales empresas no financieras del país llegó a niveles muy elevados a comienzos de los años ochenta.

Se ha visto también que los márgenes de utilidad de las empresas del sector productivo comenzaron a descender como consecuencia del menor ritmo de crecimiento, lo que significó que la

capacidad de esas empresas para pagar las altas tasas de interés reales prevaletientes en el país no se pudo conservar. Las empresas sobreendeudadas comenzaron entonces a atrasarse en el pago de sus intereses, lo que inicialmente fue resuelto por las entidades financieras con una refinanciación continua del principal y los intereses, aumentando aún más los niveles de endeudamiento de los clientes. Esto se explica por la necesidad de no dejar vencida la cartera, evitando el tener que incluir esas deudas entre las de dudoso recaudo. Según las normas legales colombianas, contra las deudas no amparadas con garantías reales hay que establecer provisiones para protección de cartera equivalentes al 100% del valor de éstas, más sus intereses causados y no percibidos, y lo mismo debe hacerse sobre aquella parte de las deudas de dudoso recaudo que no esté plenamente amparada por una garantía real (hipotecas, prendas, etc.).

Anteriormente se explicó que, en el caso de muchas empresas sobreendeudadas, las entidades financieras les habían concedido grandes créditos sin garantías reales, ya que tales empresas generalmente estaban comprometidas con los acreedores que habían financiado la construcción o la importación de los activos fijos. De allí que la reacción inicial del sector financiero ante la crisis fuese taparse los ojos y refinanciar, con la esperanza de una recuperación de la economía. Como ésta no se produjo, los empresarios acosados siguieron pidiendo más crédito para pagar sus intereses, para no hablar de la refinanciación permanente del principal.

Finalmente, los bancos tuvieron que enfrentar el problema de una vez por todas, dejando vencer las obligaciones, para coaccionar así a los empresarios a buscar alternativas de recapitalización castigándolos con los intereses de mora y las amenazas de ejecución.

En el cuadro 14 se observa que en junio de 1980 la cartera vencida de los bancos comerciales sobrepasó por primera vez el límite de 7%, sin que esto se reflejara inicialmente en la cartera de dudoso recaudo. Esa señal de alarma no bastó sin embargo dada la realidad de la economía, y desde ese año la cartera vencida en los bancos aumentó continuamente hasta 1983; a esas alturas, el problema se había convertido ya en una acumulación de cartera de dudoso recaudo, como lo indica el rápido incremento de ella a partir de 1982, hasta llegar a un tope del 18.7% en junio de 1985.

Razón fundamental para que los problemas se trasladaran al área de dudoso recaudo, y por tanto, al estado de pérdidas y ganancias del sector financiero, en virtud de las provisiones obligatorias en ese caso, fue la explosión de concordatos en el sector productivo.

En efecto, cuando la banca presionó a los empresarios sobreendeudados, negándoles la refinanciación de intereses, y la refinanciación del principal, éstos se negaron a capitalizar sus sociedades, dado el peso enorme de la deuda y las incertidumbres sobre el desarrollo de la economía, y prefirieron recurrir a la fórmula del concordato preventivo para protegerse de las entidades financieras y de los otros acreedores.

La ley colombiana establece que una vez que la empresa solicita un concordato preventivo con sus acreedores, éstos no pueden embargarla ni hacer efectivas sus garantías reales mientras no se tome una decisión sobre el futuro de la empresa por una mayoría que represente no menos del 70% del valor de las acreencias. Estas últimas tienen que ser previamente aceptadas por la empresa, o en caso de conflicto, homologadas por un juez.

Durante todo este proceso, los dueños conservan el control y dirección de la empresa. En muchos casos, ellos mismos complican los trámites (disputando la validez de las deudas, por ejemplo), de manera que pueden pasar años sin poder reunir una asamblea de acreedores capaz de tomar decisiones sobre el futuro de la empresa: liquidarla o administrarla directamente.

En algunos casos, el tiempo ganado por los empresarios es aprovechado para saquearla por dentro, dejando luego a los acreedores un cascarón lleno de pasivos.

La práctica generalizada del concordato ha tenido enormes efectos en el sector financiero, ya que, según normas de la Superintendencia Bancaria, tan pronto una empresa solicita el concordato, las deudas, *vencidas o no*, pasan a incluirse entre las de dudoso recaudo, con el agravante de que aun en el caso de las obligaciones amparadas por garantías reales, hay que constituir una provisión del 50% del valor de los intereses causados y no cobrados.

De allí que, a partir de 1983, el incremento de la cartera de dudoso recaudo de los bancos, haya sido más acelerado que el de la cartera vencida.

Fenómenos similares a los descritos para la banca ocurrieron a las corporaciones financieras a

Cuadro 14

**COLOMBIA: PARTICIPACION DE LA CARTERA VENCIDA Y DE LA
DE DUDOSO RECAUDO EN LA CARTERA TOTAL, 1970-1985**

(Porcentajes)

Año	Bancos comerciales		Corporaciones financieras		Compañías de financiamiento comercial		Corporación de ahorro y vivienda	
	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo	Cartera vencida	Cartera de dudoso recaudo
1970 Junio	...	3.1		...				
Diciembre	...	2.6		...				
1971 Junio	6.6 ^a	2.6		...				
Diciembre	6.2 ^a	2.5		...				
1972 Junio	5.3 ^a	2.7		...				
Diciembre	5.3 ^a	2.9		...				
1973 Junio	5.4 ^a	3.1	1.9	...				
Diciembre	4.6 ^a	3.5	1.6 ^a	6.5				
1974 Junio	4.6 ^a	3.5	1.6	...				
Diciembre	6.0 ^a	3.0	2.3	5.9				
1975 Junio	5.4 ^a	4.0	2.5	5.6			4.9 ^b	0.1
Diciembre	4.8 ^a	4.1	...	6.1			5.1 ^b	0.2
1976 Junio	4.9 ^a	5.8	3.8	6.1			9.4 ^b	0.4
Diciembre	4.5 ^a	4.0	2.3	5.6			10.6 ^b	0.8
1977 Junio	5.0 ^a	4.8	2.3	5.6			8.4 ^b	0.6
Diciembre	4.5 ^a	4.1	2.4	4.0		0.1	11.6 ^b	1.3
1978 Junio	5.2 ^a	4.2	3.0	3.7		...	11.5 ^b	2.8
Diciembre	4.3	4.2	2.3	3.6		0.4	5.3 ^b	2.3
1979 Junio	6.1 ^a	3.5	5.1	4.2		...	6.1	2.2
Diciembre	5.2 ^a	4.5	4.7	5.6		0.9	7.8	2.9
1980 Junio	7.1	3.7	5.5	6.5		...	8.0	2.3
Diciembre	6.2	3.2	3.8	4.8		1.3	7.2	2.3
1981 Junio	8.1	3.8	4.1	5.6	9.8	1.1	8.8	1.8
Diciembre	7.6	3.7	...	4.1	7.8	1.4	...	1.4
1982 Junio	10.1	5.0	5.4	4.7	8.2	1.4	10.4	1.4
Diciembre	11.5	7.5	6.6	7.3	10.0	5.0	9.5	1.8
1983 Junio	13.1	8.8	7.5	8.2	13.4	13.8	8.5	1.6
Diciembre	11.4	7.5	10.0	14.4	9.7	15.7	6.6	1.6
1984 Junio	12.2	10.0	5.4	14.2	...	...	8.5	2.4
Diciembre	9.5	15.2	7.4	14.2	...	...	5.8	2.5
1985 Junio	12.2	18.7	5.4	14.6	...	...	8.5	3.4
Diciembre	6.9	16.8	5.2	21.4	...	...	4.9	3.6

Fuente: Revista del Banco de la República (enero de 1986).

^aSe refiere al sistema bancario, no incluye Caja Agraria ni Banco Central Hipotecario (BCH).

^bSe refiere a los préstamos vencidos en relación con el total de préstamos y descuentos de las corporaciones de ahorro y vivienda.

partir de 1979, cuando su cartera vencida comenzó a incrementarse hasta llegar a un tope de 10% del total en diciembre de 1983, para luego descender otra vez (cuadro 14). Tal como ocurrió con los bancos, la cartera de dudoso recaudo sobrepasó la línea del 7% por primera vez en diciembre de 1982, cuando la Superintendencia Bancaria comenzó a exigir una mayor severidad en el tratamiento de la cartera vencida. Tras un período de estabilización en 14%, la cartera de dudoso recaudo de las corporaciones aumentó a 21.4% debido a nuevos y cuantiosos concordatos que, como se explicó antes, caen directamente en este rubro aun sin estar las obligaciones vencidas.

Las corporaciones de ahorro y vivienda, merced a su régimen especial que sólo les permite colocar préstamos hipotecarios de primer grado, no tuvieron los problemas de los demás intermediarios financieros, como se nota en el cuadro 14. Su cartera de dudoso recaudo sólo comenzó a afectarse a partir de 1984, cuando las políticas de ajuste de corte recesivo redujeron la capacidad de los asalariados para pagar el servicio de los préstamos de vivienda, problema que ha venido agravándose desde entonces.

Las compañías de financiamiento comercial, que en muchos casos concentraron sus créditos como lo hizo la banca (por lo general sin garantías reales, dado lo corto de los plazos a los que usualmente prestan), vivieron problemas muy similares a los de la banca comercial, como lo muestra el fuerte aumento de la cartera de dudoso recaudo a partir de diciembre de 1982. Sus dificultades se vieron agravadas porque, a diferencia de los otros intermediarios financieros, carecen de cupos directos de liquidez en el Banco de la República, lo que tiende a convertir sus problemas de este tipo en crisis de solvencia que llevan a intervenciones y liquidaciones.

2. Evolución de la rentabilidad de las entidades financieras

Los problemas contables que se han descrito antes sobre el tratamiento de los activos fijos por efectos de la inflación, hacen que el concepto de patrimonio de las sociedades colombianas sea una base precaria para calcular su rentabilidad; por ello, hemos preferido trabajar con el concepto de margen financiero bruto como proporción de los activos productivos, con lo cual se excluyen del denominador los activos improductivos de toda clase, como las daciones en pago y las inversiones en activos fijos. Esta relación está diseñada para mostrar cómo el deterioro de la cartera de las entidades financieras, que las obligó a

Cuadro 15
COLOMBIA: MARGEN FINANCIERO
BRUTO DE BANCOS Y CORPORACIONES
FINANCIERAS PRIVADAS CON
RELACION A ACTIVOS
PRODUCTIVOS, 1970-1985

(Porcentajes)

Año ^a	Bancos	Corporaciones financieras
1970	7.8	3.8
1971	6.9	3.8
1972	6.7	3.7
1973	8.9	3.7
1974	7.0	3.9
1975	7.1	4.6
1976	6.9	4.8
1977	6.6	3.5
1978	6.3	3.2
1979	6.9	2.9
1980	8.2	4.9
1981	7.5	6.1
1982	6.6	7.6
1983	6.2	6.2
1984	3.8	1.8
1985	3.0	-1.2

Fuente: Asociación Bancaria de Colombia (1985), pp. 26 y 44.

^aJunio de cada año.

crear provisiones para los intereses y el principal de sus acreencias de dudoso recaudo, fue minando su rentabilidad en forma progresiva. En el caso de los bancos comerciales, el margen bruto de rentabilidad de las colocaciones comenzó a bajar en 1980 desde un nivel muy alto de 8.2%, hasta 3% en 1985 (cuadro 15).

Las corporaciones financieras, con más garantías reales en el total de su cartera por lo largo de los plazos a que colocan buena parte de sus recursos, tardaron más en ver su rentabilidad afectada, pero la racha de quiebras y concordatos de 1983 en adelante finalmente tuvo un impacto aún más dramático sobre ellas: en 1984 el margen de rentabilidad era de 1.8%, y en 1985 se había vuelto negativo, de -1.2%. Su mayor endeudamiento relativo en moneda extranjera se transformó en un problema grave cuando se aceleró la devaluación real desde 1984.

La caída de los márgenes de rentabilidad financieros no fue más que el reflejo contable, en los estados de pérdidas y ganancias, de la crisis de la cartera generada por la incapacidad del sector pro-

ductivo de pagar sus deudas, como ya se explicó; el resultado fue la eventual iliquidez de muchas entidades financieras, complicada con pánico de ahorradores al revelarse malos manejos o diversos tipos de préstamos ilegales en varias de ellas, que llevó desde mediados de 1982 a intervenciones generalizadas por parte del gobierno, y a la creación de un régimen jurídico especial que permitía nacionalizar una empresa financiera con celeridad y reducir casi a cero el valor de los aportes de los anteriores dueños. Por este procedimiento el gobierno adquirió el control de las empresas financieras del Grupo Grancolombiano, el más grande del país, y de una serie de bancos, corporaciones financieras, etc., por todo lo cual el Estado controla en la actualidad más del 70% de los activos bancarios.

Las dificultades de otros bancos obligaron al gobierno a crear fondos de capitalización en el Banco de la República, a través de los cuales se ha emitido una cantidad importante de dinero para subsidiar la capitalización del sector financiero; pero esto ha complicado el manejo de los medios de pago, con resultados regresivos sobre una distribución del ingreso de por sí altamente desigual.

Hay que añadir que si bien las nacionalizaciones y la entrega fiduciaria al Estado de algunas entidades financieras importantes las salvaron de la quiebra e impidieron que miles de ahorradores perdieran sus depósitos ante la insuficiencia de los activos de tales entidades para responder por sus pasivos, el costo para la Nación ha sido alto. En otros casos, la Superintendencia Bancaria simplemente ordenó la liquidación de las entidades financieras insolventes, como antes se explicó; pero al no estar preparada para manejar las 32 entidades que le correspondió administrar, la Superintendencia ha tenido graves dificultades para controlar eficientemente a sus propios liquidadores, y proteger debidamente a los ahorradores. Hay que advertir que en Colombia no existe un seguro de depósitos, y que cuando una entidad financiera entra en problemas, las únicas alternativas siguen siendo su intervención o su estatización. En 1985 entró en funcionamiento el Fondo Nacional de Garantías de las Instituciones Financieras, que tiene por objeto resolver los problemas de solvencia de éstas antes de que se vuelva inevitable su liquidación o nacionalización; en la práctica, dada la crítica situación del sector, se ha

Cuadro 16

COLOMBIA: PATRIMONIO DEL SISTEMA BANCARIO, 1970-1985

(Millones de pesos constantes de 1970)

Fin de:	Capital pagado	Reserva legal	Reservas eventuales	Superávit por valorizaciones	Ajuste de tipo de cambio	Total
1970	1 856.3	1 064.1	94.8	195.9	5.7	3 216.9
1971	1 795.9	1 141.9	131.5	175.8	10.3	3 255.3
1972	1 636.2	1 171.7	165.0	193.8	13.2	3 179.9
1973	1 341.2	1 147.1	111.5	191.9	15.9	2 807.8
1974	1 182.8	1 067.2	89.3	220.6	24.3	2 584.3
1975	1 154.6	1 164.1	79.0	273.3	37.4	2 708.4
1976	1 194.2	1 222.4	87.4	266.5	40.9	2 811.5
1977	1 306.1	1 294.4	89.5	296.6	56.3	3 042.9
1978	1 286.7	1 333.1	143.3	625.9	62.6	3 451.6
1979	1 102.8	1 313.0	107.2	956.5	81.8	3 561.3
1980	1 066.6	1 440.9	113.2	1 231.8	126.7	3 979.1
1981	910.4	1 381.5	161.3	1 673.0	194.4	4 320.4
1982	844.9	1 235.9	159.6	1 987.3	271.7	4 499.4
1983	755.3	1 151.3	109.5	2 235.5	454.9	4 706.5
1984	671.0	868.5	100.0	2 106.7	344.2	4 090.4
1985	720.0	694.3	91.8	1 752.7	605.7	3 864.4

Fuente: Balances de los bancos y cálculos de la Asociación Bancaria. Las cifras se deflactaron por el índice de precios al por mayor del comercio.

Cuadro 17

**COLOMBIA: COEFICIENTES DE GINI DE LA DISTRIBUCION
DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN SEIS SOCIEDADES
ANONIMAS FINANCIERAS**

	Banco de Colombia	Banco de Bogotá	Compañía Suramericana de Seguros	Colseguros	Banco Comercial Antioqueño	Banco del Comercio
1970						
1971						
1972						
1973						
1974		0.80		0.80	0.61	0.91
1975	0.82	0.80		0.81	0.66	0.92
1976						
1977	0.84	0.85	0.84	0.81	0.66	0.92
1978	0.86	0.82	0.91	0.88	0.69	0.91
1979	0.88		0.90	0.89	0.78	0.90
1980	0.84		0.93	0.90	0.76	0.93
1981	0.85		0.94	0.94	0.88	0.94
1982	0.79		0.73	0.84	0.84	0.78
1983	0.94	0.94	0.90	0.94	0.88	0.94
1984						

Fuente: Bolsa de Bogotá (1984), *Manual del Mercado Bursátil*, Bogotá.

tenido que continuar con el proceso de estatización de la intermediación financiera mediante cuantiosos aportes de capital del Fondo, con recursos del Banco de la República y con los ahorros del Fondo Nacional del Café.

Aunque el Fondo Nacional de Garantías de las Instituciones Financieras tiene facultades para crear un sistema de garantías a los depósitos, hasta ahora no lo ha hecho por la magnitud de los problemas existentes y la incertidumbre sobre la real situación de muchos intermediarios.

3. Descapitalización y concentración

Desde el punto de vista contable, las pérdidas de las entidades financieras deben cargarse contra el capital pagado y las reservas que tengan constituidas. No es de extrañar, entonces, la radical variación sufrida por la estructura del patrimonio de los bancos del país (cuadro 16). En 1970, el capital pagado representó el 57.7% del patrimonio de la banca, la reserva legal el 33%, las reservas eventuales el 3%, el superávit por valorizaciones el 6.1% y el de ajuste de

cambios 0.02%. En otras palabras, cerca del 94% del patrimonio bancario en 1970 se originaba en aportes en efectivo o en utilidades retenidas, mientras que sólo 6% provenía de valorizaciones contables de activos fijos o en moneda extranjera.

Hacia 1985, las proporciones se habían alterado radicalmente, como consecuencia de la caída de la rentabilidad de las acciones; el gobierno autorizó en 1978 que el superávit por valorización de activos se incluyese dentro del patrimonio para efectos de cumplir con las relaciones legales de endeudamiento, con lo cual se repitió en el sector financiero el fenómeno contable que ya se describió respecto del sector productivo. Los accionistas lógicamente buscaron hacer uso de este mecanismo antes que aportar nuevo dinero, cuya rentabilidad era mayor en títulos de renta fija después de 1972, como se dijo antes. En consecuencia, en 1985 el capital pagado y las reservas constituyeron menos del 40% del patrimonio bancario, y el 61% correspondió a valorizaciones, de significado real muy incierto.

Lo impresionante del caso es que aun con estos mecanismos contables, las pérdidas rebajaron el va-

lor real del patrimonio bancario, de un máximo de 4 706 millones de pesos de 1970 en 1983, a 3 864 millones en 1985. Incluso en el año tope de 1983, el incremento con relación a 1970 fue de sólo 46% (2.95% anual compuesto) en términos reales, sobre un período de 13 años en el cual M_2 aumentó vertiginosamente con relación al producto interno bruto.

Pero no sólo hubo una descapitalización real de los bancos a partir de 1983, sino que culminó en ese período un proceso de concentración accionaria que, según anotamos, comienza a observarse en todas las grandes sociedades anónimas del país en los años setenta.

Una muestra de cuatro grandes bancos privados y dos compañías de seguros (cuadro 17) deja ver que en todos ellos aumentó el índice de concentración de las acciones entre 1974 y 1983; en todos menos en un banco disminuyó el número de accionistas, ya que la concentración se efectuaba a través de sociedades que compraban a los accionistas individuales sus aportes, que éstos invertían luego en títulos de renta fija. El cierre de las sociedades, como es sabido, iba seguido de la explotación de ellas a través del mecanismo del grupo o conglomerado, con la resultante concentración de créditos y beneficios.

Los esfuerzos del pasado gobierno por democratizar las entidades financieras a través de decretos que fijan plazos obligatorios para ello, han tenido que ser prorrogados una y otra vez ante la baja rentabilidad del sector y la falta de fe del público en él; en cambio, los créditos subsidiados de los fondos de capitalización que se crearon para llevar nuevos inversionistas al sector financiero y al productivo, sólo han acentuado el proceso de concentración, ya que en la práctica las emisiones de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en éstas, sólo han sido suscritas por los mismos accionistas que controlaban la sociedad emisora.

La meta del pasado gobierno y del actual de capitalizar a los sectores productivo y financiero, democratizándolos en el proceso, no sólo no se ha logrado, sino que no se ve posible mientras no se resuelvan los grandes problemas estructurales que se anotaron en capítulos anteriores sobre el desarrollo del mercado nacional de capitales; no mejore la baja rentabilidad actual de la mayoría de las sociedades anónimas en comparación con las tasas de interés pagadas al ahorrador, y no se elimine la desconfianza de éste acerca de la calidad moral de muchos de los administradores y empresarios.

IV

Resumen y conclusiones

El presente trabajo ha mostrado claramente la tendencia al mayor endeudamiento en el sector empresarial colombiano, financiero y no financiero, desde 1950 hasta 1985. Este endeudamiento se distribuyó en proporciones relativamente constantes entre deuda interna y deuda externa a lo largo del período transcurrido a partir de 1970, en el cual ha estado vigente el actual régimen de control de cambios. También permaneció relativamente estable la deuda a corto plazo, como proporción de la deuda total de las empresas no financieras, según una muestra analizada en detalle.

Durante el período estudiado las empresas aumentaron su endeudamiento con el sector financiero y con el sector laboral, aunque la deuda con este último ha permanecido relativamente estable desde mediados de los años setenta. La razón del creciente

endeudamiento del sector productivo, se encontró entonces en el campo financiero.

Para explicar este fenómeno, se utilizó un modelo teórico del costo del capital, que vincula los factores tributarios, los intereses y la inflación, y con el cual se puede inferir que la demanda de crédito por parte de las sociedades anónimas se ha visto fuertemente estimulada, por lo menos desde 1950, por factores tributarios e inflacionarios. En especial, el impuesto a la renta de las sociedades, la inflación y la mayor facilidad de evasión de la tributación personal sobre los intereses, han alentado el endeudamiento.

Por su parte, la oferta de capital estuvo dirigida básicamente hacia las acciones hasta fines de los años sesenta, debido a la congelación a niveles reales negativos de las tasas de interés que podían ofrecer

los intermediarios financieros. Las reformas de los años setenta cambiaron esta situación y aumentaron rápidamente la oferta de crédito basado en cuasidivido, captado a tasas reales altas por las entidades financieras.

Por razones de costos de colocación y de concentración en conglomerados, se produjo una acumulación de créditos que facilitó el endeudamiento hasta niveles peligrosos de las principales sociedades del país, bajo la convicción de que sus utilidades brutas eran suficientes para cubrir los gastos financieros, y de que la oferta de crédito seguiría haciendo posible la renovación permanente de los préstamos.

La disminución del ritmo de crecimiento de la economía colombiana a partir de 1980 sorprendió a parte importante del sector productivo con altos costos financieros, cada vez más difíciles de cubrir; vinieron entonces las moras e incumplimientos en los pagos, que finalmente se tradujeron en concordatos empresariales, y en carteras de dudoso recaudo en las entidades financieras. A su vez, esto último provocó pérdidas cuantiosas debido a las normas existentes sobre provisiones de los intermediarios financieros, lo que llevó a intervenciones de bancos y corporaciones, y por último a su estatización en ciertos casos importantes.

Del resumen anterior se puede extraer algunas conclusiones significativas:

a) Si el régimen tributario de las sociedades les permite deducir los intereses pagados, mas no así los

dividendos distribuidos, se crea un estímulo al endeudamiento como manera de obtener capital. Este estímulo será más fuerte mientras mayores sean los niveles nominales de las tasas de interés, y más facilidades existan para la evasión a nivel personal de los impuestos sobre intereses recibidos.

b) Para que las tendencias al endeudamiento de las empresas del sector productivo se concreten, sin embargo, se necesita que los intermediarios financieros tengan recursos suficientes y la voluntad de asumir los riesgos que dicho endeudamiento acarrea. Lo primero ocurre en mercados de capitales imperfectos, en los cuales la valorización de las acciones no es apreciada por los inversionistas como parte del rendimiento y en cambio se permite a los intermediarios ofrecer tasas de interés atractivas para captar el ahorro.

La voluntad de correr los riesgos, a su vez, depende del grado de concentración de las empresas en conglomerados industriales-financieros, de la dispersión y tamaño de las entidades intermediarias, de su profesionalismo, de los controles que el Estado efectivamente ejerza, y de las perspectivas de la economía.

En Colombia, durante el período 1970-1985 se agudizaron los factores que estimulaban la demanda de crédito, y simultáneamente hubo una respuesta institucional dirigida a satisfacer esa demanda no a base de capital accionario sino de capital deuda. El resultado fue la crisis del sector productivo, cuando la economía se desaceleró a partir de 1980.

Referencias bibliográficas

- Asociación Bancaria de Colombia (1985): *Estadísticas e indicadores de bancos y corporaciones financieras, 1970-1985*, Bogotá.
- Auerbach, Allan (1983): Taxation, corporate financial policy and the cost of capital, *Journal of Economic Literature*, vol. XXI (3), septiembre, pp. 905-940.
- Carrizosa, Mauricio (1985): Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia, *La coyuntura del sector financiero, y las tasas de interés*, Asociación Bancaria de Colombia, Bogotá, pp. 87-158.

- _____ (1986): *Hacia la recuperación del mercado bursátil*, Bolsa de Comercio, Bogotá, pp. 5, 94-96.
- Figuroa Jaramillo, Alejandro (1983): El endeudamiento interno y la reactivación económica de los países de América Latina. El caso colombiano, *Boletín de Asuntos Económicos*, Banco de Bogotá, Ns. 85 y 86, pp. 6, 14-15.
- Restrepo, J.C. (1985): La economía colombiana y el desarrollo de la sociedad anónima en los últimos treinta años, en Comisión Nacional de Valores, *Boletín mensual*, mayo de 1985.

Deuda interna y ajuste financiero en el Perú

*Richard Webb**

La crisis de los años ochenta fue precedida en el Perú por un quinquenio de estancación económica, lo que acentuó sus efectos. La inversión bruta cayó bruscamente, así como también la producción industrial y agrícola, y la construcción. Sin embargo, esta caída se debió principalmente a las actividades vinculadas a la demanda interna, puesto que aquellas que responden al mercado internacional no tuvieron tal resultado.

El autor analiza dentro de este marco la evolución financiera de las empresas en el período 1980-1985. Muestra que si bien la situación financiera de las empresas productivas se deterioró con rapidez, éstas lograron traspasar a otros sectores parte importante de este deterioro. Con ello no se produjo una situación de insolvencia generalizada, a pesar de las fuertes bajas en las ventas que se registraron a comienzos de la crisis. Por una parte, cayeron los salarios reales y los precios relativos de los insumos del sector industrial. Por otra, las empresas demoraron y redujeron sus pagos de impuestos así como el servicio de sus deudas, con lo cual la morosidad de las carteras de los bancos alcanzó cifras sin precedentes. La autoridad abandonó la política de tasas de interés reales positivas introducida en 1981 y facilitó créditos de refinanciación a las empresas. Según el autor, éstas lograron resistir la crisis con sorprendente éxito, pero sus mecanismos de supervivencia tuvieron un alto costo social y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global.

*El autor fue Presidente del Banco Central de Reserva del Perú. Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto Conjunto CEPAL/PNUD RLA/77/021 "Implicaciones para América Latina del Sistema Monetario y Financiero Internacional"

Introducción

Durante el período 1980-1985 el Perú, como la mayoría de los países de la región, sufrió una crisis económica sin precedentes en este siglo. En esa crisis se combinaron una caída de 16% en el producto interno bruto y una duplicación del ritmo de la inflación, el que pasó de 60 a 120% anual en los primeros meses de 1983. Los sueldos y salarios reales, en la actividad moderna, bajaron 40% entre 1982 y 1985, mientras la deuda pública externa aumentaba 44%.

Como en el resto de la región, la crisis en el Perú estuvo estrechamente asociada a conocidos acontecimientos externos de esos años: recesión mundial y fuerte caída de los precios de las materias primas, aumento de las tasas de interés mundiales, proteccionismo, y cierre de los mercados financieros externos.

Pero la crisis peruana tuvo dos agravantes. El primero fue la corriente de El Niño, fenómeno climático que causó una pérdida directa de 5% del producto interno bruto de 1983, y cuyo efecto se sumó al resultado de la crisis en el sector externo durante ese período.

El segundo agravante derivó de lo sucedido en la década anterior a la crisis. En el Perú, la recesión de los años ochenta vino a ser la continuación de un estado de crisis financiera y productiva casi continua desde 1975. A diferencia del resto de la región, el Perú no creció entre 1975 y 1979, y en ese período la economía sufrió un colapso en la estabilidad financiera que tradicionalmente la había caracterizado, y se vio debilitada además por cambios institucionales e intervenciones estatales durante todos los años setenta, y especialmente en el período 1970-1975. La economía al cierre de los años setenta, trabada por distorsiones en los mercados de trabajo, tierra y capital, y también por un sector público sobredimensionado y particularmente ineficaz, probablemente redujo su capacidad de ajuste durante los años ochenta.

¿Cuál fue el efecto de esta crisis sobre el endeudamiento empresarial? ¿Hubo una crisis financiera en el sector privado? ¿Cómo afectaron los problemas financieros de las empresas a la evolución global de la economía?

A continuación se busca una respuesta a estos interrogantes. En la sección I se resume la evolución de la economía a nivel agregado para mostrar el contexto global que vivió la empresa en ese período. La sección II examina el comportamiento financiero de

las empresas a base de sus balances auditados y presentados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Finalmente, la sección III ofrece algunas interpretaciones de lo observado.

Cabe señalar que, en términos generales, la estadística que se encontró es limitada y, mucha de ella, de poca confiabilidad. Además, el tema se ha investigado poco en el país. Lo que se presenta, por lo tanto, es de carácter eminentemente tentativo.

I

Evolución de la economía en 1970-1985

1. Antecedentes (1970-1978)

Sería difícil comprender el comportamiento empresarial en los años ochenta sin conocer la experiencia vivida en la década anterior.

Esa experiencia tuvo dos componentes negativos para el empresario. El primero fue el aumento marcado de la intervención y la participación directa del Estado en la economía (1970-1975). Este dirigismo se acompañó de medidas redistributivas que quebraron las reglas del juego en cuanto a las garantías de que disfrutaba el empresario, tanto nacional como extranjero.

En ese período, el gobierno impuso una reforma agraria drástica cuyo efecto sobre las actitudes empresariales provino no sólo de la expropiación misma, sino también de la arbitrariedad burocrática y la hostilidad política con que se llevó a cabo la transferencia. La propiedad industrial y minera se vio afectada por la ley de comunidad industrial, que transfirió parte de las utilidades al trabajador y le otorgó participación en el directorio de la empresa. A la vez, hubo proyectos de leyes con el mismo objetivo para otros sectores de actividad, y aunque no llegaron a promulgarse, la percepción de amenaza subsistió. El empresario también se vio afectado por la ley de estabilidad laboral que casi imposibilitó la reducción de personal. Finalmente, el gobierno expropió diversas actividades y empresas, mayormente de propiedad extranjera, pero también algunas nacionales, como sucedió en la industria pesquera.

La intervención del Estado aumentó con la implantación del control de cambio y de las importaciones, además de una mayor reglamentación de la inversión y de otros aspectos de la actividad productiva.

El segundo componente negativo coincidió con la segunda mitad de los años setenta. De 1975 a 1978 se vivió un período de aguda inestabilidad macroeconómica en el cual la inflación sobrepasó largamente los niveles de 10 a 20% que había alcanzado anteriormente. De 1975 a 1979 la inflación promedió 44%, y los precios relativos, especialmente de productos controlados por el gobierno, tales como las divisas y los combustibles, sufrieron variaciones grandes y repentinas. El Banco Central perdió todas sus reservas, y tanto el acceso a las divisas como su precio se volvieron altamente inseguros para el empresario, situación que el país no había sufrido desde los años cuarenta. La producción se estancó y, al final de la década, el ingreso por habitante era 5% menor que en 1974. A lo largo de los años setenta la inversión, y en especial la del sector privado, se redujo.

El efecto adverso de todo esto fue contrarrestado en parte por una recuperación del balance de pagos en los últimos años del decenio. El volumen de las exportaciones creció 65% entre 1975 y 1979, al iniciarse las operaciones en el oleoducto de la selva norte y en una importante mina de cobre, y las exportaciones no tradicionales aumentaron de 96 millones de dólares en 1975 a 845 millones en 1979. Además, y excepcionalmente, los precios de las exportaciones subieron en 1979. La mejora en la balanza de pagos también se debió a una fuerte reducción de las importaciones que siguió a las medidas de austeridad fiscal y control monetario en 1978-1979. En esos dos años, el producto interno bruto empezó a recuperarse a una tasa de 3% anual, a pesar de la reducción de la demanda agregada impuesta por el programa de estabilización.

El balance de los años setenta no fue favorable para la capacidad productiva. Esta se redujo por el efecto acumulado de una década de menor inver-

sión, y por la pérdida de flexibilidad empresarial derivada de las diversas distorsiones en los mercados de factores y de bienes, así como de la sujeción de una parte importante de la economía a una mayor regulación y gestión directa de la burocracia.

La experiencia de esos años también terminó condicionando las expectativas empresariales, reduciendo la propensión a invertir en el país, y acentuando el comportamiento especulativo. A esto contribuyeron la incertidumbre crónica en cuanto a la disponibilidad de divisas, la posibilidad de utilizar crédito en moneda nacional a tasas de interés negativas en términos reales, la percepción de mayor inseguridad en cuanto al derecho a la propiedad y a las ganancias, y el mayor riesgo que resultaba de un ambiente macroeconómico inestable. Todo esto aumentó la renuencia a arriesgar la inversión de capitales propios y acrecentó, por lo tanto, la ventaja relativa del endeudamiento.

El efecto de todo lo anterior sobre el comportamiento empresarial se puede resumir en las siguientes estadísticas de inversión privada y de probable fuga de divisas: la tasa anual media de inversión privada para los decenios de 1950, 1960 y 1970 fue de 17.7, 12.3 y 8.0% (cuadro 1). La baja en la inversión aparente se acompañó de un aparente aumento en la fuga de divisas: en las mismas décadas los errores y omisiones de la balanza de pagos fueron, en promedio, de 0.6, 0.8, y -1.1% del producto interno bruto por año.

Cuadro 1
PERU: INVERSION BRUTA PRIVADA,^a
1950-1985
(Porcentaje del producto interno bruto)

	Porcentaje
1950-1959	17.7
1960-1969	12.3
1970-1979	8.0
1980-1982	10.8
1983	7.9
1984	6.8
1985	6.8

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras de cuentas nacionales del Instituto Nacional de Estadística (INE) y del Banco Central de Reserva del Perú (BCR).

^aIncluye variación de inventarios. Excluye empresas públicas.

2. Tres años y medio de recuperación: enero de 1979 a junio de 1982

Los años setenta cerraron con varias golondrinas que parecían anunciar el verano. Entre enero de 1979 y junio de 1982 la economía se recuperó lentamente y creció 13% a lo largo del período en tanto que la inflación mantuvo un ritmo alto pero estable de 60% anual. La escasez de divisas para el empresario desapareció con la abundancia exportadora de 1979-1980, y se dictó varias medidas de apertura a las importaciones. La demanda global aumentó con las mejoras salariales que hubo en 1980, y con el crecimiento de la inversión pública. El marco legal para el propietario pareció afianzarse con el regreso de un gobierno democrático, que además era de tendencia de centro o centro-derechista. El gobierno también se alineó discretamente con la actitud de la segunda fase del régimen anterior, morigerando algunas de las medidas reformistas, en particular la vinculada a la estabilidad laboral. Por otro lado, la disponibilidad de divisas y las buenas relaciones con el FMI y el resto del sistema financiero mundial crearon expectativas de un menor grado de inestabilidad macroeconómica.

Pero el verano anunciado no llegó. Los precios de exportación comenzaron a declinar desde los primeros meses de 1980, y hacia junio de 1982 el índice del poder de compra de las exportaciones tradicionales había perdido la mitad del valor que había registrado en enero de 1980. La confianza con respecto a la disponibilidad de divisas se desvaneció rápidamente ante la recesión externa, el fuerte aumento de las importaciones (41% en tres años), y la caída de las reservas que se inició en los primeros meses de 1981.

El sector industrial sufrió el impacto simultáneo de menores aranceles, alza de la tasa de cambio, medidas de apertura, fuerte expansión de las compras en el exterior por empresas y entidades del Estado, que tradicionalmente no pagan los aranceles de aduana, y contrabando estimulado por el blanqueo de divisas provenientes del narcotráfico y por el *dumping* que generaba la recesión mundial. Durante 1980-1981 el precio relativo de los productos industriales bajó: en el caso de los sectores textil y del calzado la reducción fue de 28%, y para los artefactos domésticos de 21%. El sector externo actuó como un fuerte factor deprimente, tanto por medio de la demanda directa como por su efecto sobre las expectativas.

El creciente déficit fiscal contribuyó a las preo-

cupaciones con relación al futuro. De otro lado, la elevada afluencia de crédito externo permitió mantener el nivel de las reservas internacionales, y la recuperación de la economía mundial creó esperanza. En este contexto, el empresario invirtió poco, pero hubo un sólido flujo de retorno de capitales del extranjero, los que se invirtieron principalmente en

certificados bancarios de moneda extranjera. La creciente desconfianza con que se miraba el futuro no pareció afectar a este instrumento de ahorro en dólares. De 1980 a 1982 la inversión privada aumentó ligeramente (a 10.8% del PIB), pero su nivel no se acercó a las tasas registradas en el período 1950-1969 (cuadro 1).

Cuadro 2

PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO SEGUN GASTO,^a 1980-1985

(Índice: 1980 = 100)

Año	Consumo		Gasto público		Inversión privada		Exportación		Importación		Producto interno bruto	
	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación	Índice	Porcentaje variación
1981	102	2.0	106	6.0	127	27.0	95	-5.0	110	10.0	103	3.0
1982	102	...	115	8.5	115	-9.4	107	12.6	116	5.5	105	1.9
1983	93	-8.8	103	-10.4	55	-52.2	95	-11.2	87	-25.0	92	-12.4
1984	96	3.2	94	-8.7	58	5.5	100	5.3	70	-19.5	97	5.4
1985	98	2.1	87	-7.4	58	...	101	1.0	61	-12.9	98	1.0

Fuente: Elaborado sobre la base de información del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

3. Crisis: julio de 1982 a julio de 1985

El último semestre de 1982 fue un período de creciente recesión, producto del continuo descenso del valor de las exportaciones, y de la competencia externa que debió enfrentar el sector industrial. A pesar de un programa monetario restrictivo —el Banco Central no prestaba al gobierno— la capacidad de gasto se mantuvo gracias a un fuerte endeudamiento externo, tanto público como privado, que, en proporción creciente, tomó la forma de créditos a corto plazo. Sin embargo, gran parte de esta capacidad de gasto se dirigió al exterior, y casi todos los sectores productivos exhibieron bajas en el segundo semestre de 1982.

A partir de los primeros meses de 1983 la crisis adquirió otra dimensión tras el desastre climático causado por la corriente del Niño. La pérdida de cosechas, embarques de minerales y petróleo, pesca,

algunas manufacturas y otra actividad ligada a las materias primas afectadas, alcanzó a 5% del producto nacional. Por su lado, las políticas fiscal y monetaria deprimieron aún más las ventas industriales y comerciales: el gasto público se redujo 7% en términos reales (cuadro 2).

El cambio en el entorno en que vivía el empresario no se limitó al colapso de sus ventas; desde los primeros meses de 1983 la inflación subió a un ritmo anual de tres dígitos, y los precios relativos comenzaron a acusar modificaciones mayores, sobre todo por la aceleración de la devaluación, la reducción de subsidios a los combustibles y otros productos controlados, y la escasez de muchos productos agrícolas.

En el lapso de año y medio (junio de 1982 a diciembre de 1983), la producción industrial disminuyó 25%, la agrícola 17%, y la de la construcción 19% (cuadro 3).

Cuadro 3
**PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO
 SEGUN SU ORIGEN^a**

(Indice: 1980 = 100)

	Sec- tor agro- pecua- rio ^b	Mine- ría	Manu- fac- tura	Cons- truc- ción	Otros ^c	Pro- ducto inter- no bruto total
1978	101	96	91	81	93	93
1979	105	105	95	84	96	97
1981	110	96	100	111	104	103
1982						
I	112	103	100	122	104	105
II	118	99	100	114	108	107
III	112	102	98	114	104	104
IV	111	104	90	104	100	100
1983						
I	110	86	86	88	98	95
II	100	99	82	93	95	93
III	95	99	79	84	89	88
IV	101	98	75	92	94	90
1984						
I	110	101	80	87	94	93
II	110	100	84	91	97	95
III	120	102	85	97	99	98
IV	120	103	83	88	98	97
1985						
I	120	106	93	88	101	101
II	117	108	85	79	98	97
III	115	108	82	72	96	95
IV	117	108	83	75	98	97

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

^aDesestacionalizado.

^bIncluye el sector pesquero.

^cIncluye el sector gobierno.

Al descomponer esta pérdida de producción se descubre que la baja inducida por la reducción de la demanda agregada fue mayor que la producción perdida por causas exógenas (el clima y la recesión internacional). Durante esos 18 meses, el producto real de las actividades primarias y exportadoras bajó

14% (cuadro 4). De incluirse la pérdida de ingreso real por efecto de la relación de precios del intercambio, la reducción llega a 13%. En el resto de la economía, sin embargo (es decir, en las actividades industriales, comerciales y de servicios cuya producción, en el corto plazo, responde más bien a la demanda) la reducción del producto fue de 17%.

Este patrón se repitió en el sector manufacturero. La industria elaboradora de productos primarios, mayormente para la exportación, descendió 29% en el lapso de nueve meses por efecto del clima (cuadro 5). Pero su recuperación fue rápida; entre enero de 1983 y junio de 1985 creció 31.3%. El resto de la industria, que disponía de gran capacidad ociosa a partir de 1983 e incluso de 1982, creció sólo 0.6% entre diciembre de 1983 y junio de 1985.

Otro de los efectos inducidos por la recesión internacional y los problemas climáticos fue la caída de la inversión: la privada descendió 35% en términos reales en 1982-1983, y la total 29%. Como se ve, el componente endógeno fue mayor que el exógeno en la recesión de este período.

La situación global no varió sustancialmente en los siguientes 18 meses, o sea, hasta el inicio de un programa económico radicalmente distinto impuesto por el gobierno que se inició en julio de 1985. La producción en los sectores primarios y en otros cuya oferta no responde a la demanda interna se recuperó totalmente durante 1984, pero el resto de la economía endógena siguió en severa recesión. El cuadro financiero también continuó inestable, con una inflación de tres dígitos que seguía elevándose, debido en grado importante a una acelerada devaluación y al aumento del precio de la energía y de los servicios públicos. El programa monetario limitó el crédito y aumentó las tasas de interés, en un intento desesperado por limitar la fuga de capitales y la dolarización de la liquidez; estos procesos estaban siendo estimulados ya no sólo por la inestabilidad general y por la alta rentabilidad relativa del dólar, sino también por cierta incertidumbre ante las posibles medidas del nuevo gobierno.

En estas circunstancias fue natural que la inversión privada se mantuviera deprimida, y que continuaran la especulación y la recesión.

Cuadro 4
PERU: PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1978-1986^a
(Millones de intis de 1970)

	Endógeno	Exógeno ^b	Total	Exógeno ajustado por la relación de precios del intercambio	Total ajustado
1978					
I	55.2	23.0	78.2	23.0	78.2
II	55.6	22.8	78.4	22.8	78.4
III	55.2	22.7	77.9	22.7	77.9
IV	55.4	25.1	80.5	25.1	80.5
1979					
I	56.9	24.6	81.5	28.7	85.7
II	55.1	25.4	80.5	30.8	85.9
III	57.3	26.5	83.8	32.6	89.9
IV	56.8	25.9	82.7	32.0	88.8
1980					
I	60.5	25.2	85.7	32.7	93.2
II	58.9	24.3	83.2	32.5	91.4
III	59.4	24.2	83.6	32.2	91.6
IV	62.2	23.4	85.6	30.4	92.6
1981					
I	63.7	23.6	87.3	27.1	90.8
II	60.7	25.1	85.8	29.0	89.7
III	62.6	24.2	86.8	27.8	90.4
IV	63.3	25.1	88.4	28.0	91.3
1982					
I	63.1	25.7	88.8	26.5	89.6
II	63.7	26.4	90.1	27.1	90.8
III	62.9	25.3	88.2	25.7	88.6
IV	59.2	25.1	84.3	25.0	84.1
1983					
I	56.9	22.5	79.4	24.1	81.0
II	56.3	22.6	78.9	24.4	80.7
III	53.1	22.4	75.5	24.0	77.1
IV	52.8	22.7	75.5	23.6	76.4
1984					
I	53.7	24.6	78.3	25.2	78.8
II	55.7	24.8	80.5	25.2	80.9
III	57.1	26.1	83.2	26.2	83.3
IV	55.3	26.6	81.9	26.2	81.5
1985					
I	58.3	27.0	85.3	26.2	84.5
II	56.1	26.0	82.1	25.0	81.0
III	46.1	33.9	80.0	31.6	77.7
IV	54.9	26.7	81.6	23.4	78.3
1986					
I	59.3	25.0	84.3	21.2	80.5
II	62.8	26.3	89.1	21.5	84.3
III	64.0	26.7	90.7	21.1	85.1

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

^aDesestacionalizado.

^bComprende: agricultura, pesca, minería, industrias elaboradoras de productos primarios, y exportaciones no tradicionales, cuyo nivel de producción depende en gran medida de factores independientes de las políticas internas (principalmente la situación de los mercados externos y factores climáticos).

Cuadro 5
 PERU: VALOR AGREGADO EN LA MANUFACTURA: ELABORACION DE PRODUCTOS PRIMARIOS, Y RESTO DE
 LA INDUSTRIA, 1978-1985
 (Indice: 1980 = 100)

	Elaboración de productos primarios*	Resto de la industria	Total		Elaboración de productos primarios*	Resto de la industria	Total
1978				1982			
I	99.0	85.0	88.0	I	99.0	95.0	96.0
II	91.0	89.0	90.0	II	102.0	98.0	99.0
III	81.0	92.0	89.0	III	91.0	100.0	97.0
IV	122.0	91.0	98.0	IV	99.0	96.0	96.0
1979				1983			
I	105.0	84.0	89.0	I	72.0	85.0	82.0
II	107.0	89.0	94.0	II	73.0	84.0	81.0
III	105.0	93.0	96.0	III	83.0	78.0	79.0
IV	117.0	97.0	102.0	IV	81.0	79.0	80.0
1980				1984			
I	108.0	89.0	93.0	I	94.0	71.0	76.0
II	100.0	99.0	100.0	II	98.0	79.0	83.0
III	95.0	101.0	100.0	III	97.0	81.0	84.0
IV	96.0	111.0	108.0	IV	104.0	83.0	88.0
1981				1985			
I	86.0	97.0	95.0	I	112.0	82.0	88.0
II	104.0	98.0	99.0	II	91.0	82.0	84.0
III	84.0	102.0	98.0	III	102.0	75.0	81.0
IV	110.0	107.0	108.0	IV	107.0	83.0	88.0

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

*Incluye la elaboración de metales básicos no ferrosos, azúcar, petróleo, harina de pescado y otros productos pesqueros.

II

Evolución financiera de las empresas en 1980-1985

1. Propósito y método

El propósito de esta sección es examinar el efecto de la crisis en la evolución financiera de las empresas, utilizando información obtenida directamente de sus balances. Se busca en especial conocer en qué forma la crisis afectó la liquidez, el endeudamiento, la rentabilidad y la solvencia de las empresas más importantes.

Los datos sobre la evolución financiera de las empresas que se presentan a continuación se basan en los balances revisados por auditores y presentados anualmente a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) por empresas de importancia en distintas actividades. Como estos datos se habían publicado sólo en forma parcial e intermitente, fue necesario obtener información adicional directamente de las hojas de trabajo de la CONASEV.

El valor estadístico de la presente muestra tiene algunas limitaciones debido a varias características

de los datos: la cobertura está sesgada hacia la empresa grande; la estructura por actividades (cuadro 6) difiere de la del país, y el grado de cobertura de las empresas ha aumentado a través del tiempo. (El número de empresas declarantes subió de 785 en 1980 a 2 010 en 1984.) Sin embargo, el grado de cobertura de las ventas totales ha variado menos: como porcentaje del PIB, las ventas informadas fueron 43% en 1980, 57% en 1982 y 48% en 1984; en el caso de las empresas manufactureras, la cobertura aumentó de 19% del PIB total en 1980 a 23% en 1982 y 21% en 1984.

Además de las limitaciones señaladas, los datos adolecen de otra deficiencia, cuyo peso es imposible conocer: la no veracidad de los balances. Respondiendo a una pregunta sobre el impacto real de la crisis sobre sus empresas prestatarias, un banquero me contestó: "En realidad es muy difícil descubrirlo, y para eso nunca miraría un balance porque no tiene nada que ver con la realidad. Lo único que puedo hacer para verificar la situación de un empresario es

chequear la relación de deudores (deudas a otros bancos reportadas por la Superintendencia de Bancos) y mirarle a los ojos”.

2. Liquidez

Durante el período analizado, disminuyeron los activos líquidos de las empresas, pero éstas lograron mantener un nivel positivo de liquidez (cuadro 7).

Los cambios más importantes en la estructura y composición de la liquidez de las empresas fueron los siguientes:

a) En las empresas manufactureras, los activos corrientes perdieron importancia respecto de los activos totales. En 1980 los activos líquidos representaban el 0.61% del total de activos, mientras que en 1985 eran el 0.50%, con una disminución de 16.7%. A pesar de eso, dichas empresas lograron

Cuadro 6

PERU: COMPOSICION PORCENTUAL DE LAS VENTAS NETAS, POR SECTORES, 1980 Y 1985

	1980		1985	
	Miliones de intis	Porcentaje	Miliones de intis	Porcentaje
Minería	591	27.3	7 924	10.7
Manufactura	990	45.8	33 569	45.4
Comercio	480	22.2	20 702	28.0
Otros	101	4.7	11 771	15.9
Total	2 162	100.0	73 966	100.0

Fuente: Elaborado sobre la base de datos de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Cuadro 7

PERU: EVOLUCION DE LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
7.1 Índice de liquidez	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
7.2 Liquidez de caja	.54	.76	.80	.82	1.0	1.0
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	11	12	27	29	34	27
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	74	64	71	91	74	64
7.5 Activo corriente/activo total	.61	.52	.53	.48	.49	.50
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.03	.03	.06	.06	.08	.14
b) Empresas comerciales						
7.1 Índice de liquidez	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
7.2 Liquidez de caja	.81	.82	.83	.90	1.0	1.0
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	12	11	17	20	24	21
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	79	80	69	86	62	55
7.5 Activo corriente/activo total	.75	.77	.76	.77	.77	.77
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.05	.05	.07	.08	.12	.15
c) Empresas mineras						
7.1 Índice de liquidez	1.6	1.3	1.1	1.4	1.2	1.4
7.2 Liquidez de caja	1.3	.52	1.0	1.4	1.6	1.5
7.3 Rotación caja-bancos (número de días)	36	10	15	28	30	28
7.4 Rotación cuentas por cobrar (número de días)	69	42	64	80	86	82
7.5 Activo corriente/activo total	.36	.39	.18	.21	.22	.32
7.6 Activo caja-bancos/activo total	.07	.02	.02	.04	.04	.14

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

mantener una posición de liquidez equilibrada, al adecuar sus pasivos de corto plazo a la evolución del activo líquido. Así, el índice de liquidez (relación entre activo corriente y pasivo corriente: índice 7.1 en cuadro 7) se mantuvo positivo y sólo se redujo en 5.9%, siendo su nivel más bajo el alcanzado en 1983 (1.18). Para el año 1985, el índice se había recuperado a 1.28, similar a su nivel anterior a la crisis en 1982. Por su parte, las empresas comerciales mantuvieron una mayor estabilidad en el manejo de su liquidez como consecuencia de la naturaleza de sus actividades, y las empresas mineras exhibieron un nivel positivo todos los años, a pesar de la crisis especialmente aguda, y hasta registraron una sorprendente elevación del índice de liquidez en 1985.

b) La disminución de la velocidad de rotación de las cuentas por cobrar (cuentas por cobrar como proporción de las ventas: Índice 7.4) se constituyó en un problema importante para las empresas, pero éstas lo compensaron con una menor rotación de las cuentas por pagar. Así, el período promedio de cobros aumentó, en la manufactura, de 71 a 91 días entre 1982 y 1983, pero luego se redujo a 74 días en 1984 y a sólo 64 en 1985.

c) De otro lado, la creciente rentabilidad de las opciones financieras de rápida liquidez, en especial los certificados bancarios en moneda extranjera (cuadro 8), hizo que las empresas buscaran mantener su liquidez en una forma más rentable, esto es, en caja-bancos, sobre todo retardando el pago de sus cuentas por pagar. Así, en el sector manufacturero la relación entre sus recursos en caja-bancos y las ventas (multiplicado por 360: Índice 7.3), aumentó de 11 días en 1980 a 27 días en 1982, y continuó subiendo hasta llegar a 34 en 1984. En el comercio y en la minería se observó un comportamiento similar. Así, paradójicamente, las empresas mantuvieron un saldo medio en caja-bancos más alto durante los años de crisis que antes (cuadro 7, índices 7.3 y 7.6). Las estadísticas de la CONASEV no distinguen entre tipos de depósitos bancarios, pero la información obtenida en entrevistas, así como el fuerte aumento en el total de depósitos en moneda extranjera a nivel nacional, coinciden en señalar que el incremento de caja en bancos se invirtió en gran medida en moneda extranjera.

d) las empresas mineras tuvieron un comportamiento similar al de las manufactureras, pero con mayor variación en sus índices de liquidez y con

menores saldos de disponibilidad inmediata en caja y en bancos (índice 7.6).

Cuadro 8

**PERU: RENTABILIDAD FINANCIERA
REAL Y COSTO REAL DEL
CREDITO,^a 1980-1985**

(Tasas anuales)

	Depósitos		Costo de oportunidad del depósito en intis (%)	Costo del crédito en intis ^b (%)
	En intis (%)	En dólares (%)		
1980	-14	-5	-9	-4
I	-18	-14	-5	-9
II	...	6	-6	11
III	-27	-16	-13	-19
IV	-10	11	-19	1
1981	-5	...	-5	-1
I	-31	-10	-23	-28
II	5	-8	14	9
III	9	8	1	13
IV	5	13	-7	8
1982	-1	24	-20	-2
I	-6	7	-12	-5
II	5	37	-23	6
III	3	27	-19	...
IV	-7	42	-35	-9
1983	-21	14	-31	-20
I	-34	1	-35	-36
II	-23	30	-41	-24
III	-28	20	-40	-25
IV	5	-3	8	13
1984	-14	21	-29	...
I	-24	-10	-16	-8
II	-8	33	-31	-1
III	-6	27	-26	15
IV	-15	94	-56	3
1985	-31	12	-38	-10
I	-39	44	-58	-24
II	-45	1	-44	-12
III	-29	...	-29	-8
IV	-5	-23	23	4

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

^aDeflactados por el costo de la vida.

^bNo incluye impuesto a los intereses.

3. Rotación de activos

La rotación de activos (razón entre las ventas totales y los activos totales) puede utilizarse como un indicador de cambios en el nivel de producción y de capacidad instalada, si bien no indica el nivel absoluto de utilización de la capacidad instalada.

En el sector comercio la rotación de activos se mantuvo estable, mas no así en la manufactura (cuadro 9). En ésta (índice 9.2), la razón tendió a disminuir hasta 1983, y a recuperarse en 1984-1985. La caída en 1983 se dio a pesar de haberse mantenido el nivel de los inventarios durante ese año, por efecto de la velocidad de reducción en las ventas (índice 9.1). La reacción pareció producirse a partir de 1984, cuando empezó a bajar el nivel medio de los inventarios. Esta disminución hizo también que el incremento de la rotación de los activos notada desde 1984, se haya dado sin hacer mayor uso de la capacidad instalada.

Es interesante descubrir que, en las empresas manufactureras y comerciales, los márgenes de utilidad bruta sobre las ventas se mantuvieron a pesar de la menor rotación (cuadro 10, índice 10.1, y cuadro 9, índice 9.2). La utilidad bruta por ventas logró absorber el incremento de los costos fijos dentro del costo medio operacional (cuadro 10).

Se deduce que el aumento de los costos fijos fue absorbido por la reducción de costos variables, como la mano de obra, y por la caída del precio relativo de algunos insumos. En el caso de la mano de obra, así lo confirma la fuerte baja del índice de sueldos y salarios reales en empresas de 16 o más trabajadores en Lima, el salario real medio descendió 26% entre el promedio de 1980-1982 y 1983, y otro 19% entre 1983 y 1985 (cuadro 11). Es probable además que el abaratamiento de algunos productos agropecuarios, como la madera, el azúcar y las carnes, contribuyera también a la reducción de los costos variables.

Cuadro 9

PERU: INDICES DE GESTION Y SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	156	142	157	152	133	129
9.2 Rotación activo total	1.0	.95	.82	.75	.81	.91
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.30	.28	.32	.18	.18	.14
9.4 Endeudamiento/activo	.57	.53	.55	.54	.52	.51
9.5 Apalancamiento	1.4	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
9.6 Respaldo patrimonial	.85	.87	.99	1.1	.98	.95
b) Empresas comerciales						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	95	85	91	92	79	70
9.2 Rotación activo total	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	2.0
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.26	.41	.32	.14	.16	.15
9.4 Endeudamiento/activo	.66	.75	.73	.73	.73	.72
9.5 Apalancamiento	1.9	3.0	2.7	2.7	2.7	2.6
9.6 Respaldo patrimonial	.50	.51	.67	.77	.69	.62
c) Empresas mineras						
9.1 Inmovilización de inventarios (número de días)	142	186	86	120	91	115
9.2 Rotación activo total	.70	.66	.47	.49	.58	.57
9.3 Endeudamiento patrimonio largo plazo	.26	.35	.91	.69	.18	.06
9.4 Endeudamiento/activo	.38	.48	.56	.53	.47	.31
9.5 Apalancamiento	.61	.92	1.3	1.1	.90	.44
9.6 Respaldo patrimonial	.95	.90	1.8	1.6	1.5	.93

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

Cuadro 10
PERU: INDICES DE RENTABILIDAD, 1980-1985

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
a) Empresas manufactureras						
10.1 Margen bruto ventas	0.29	0.30	0.33	0.33	0.32	0.32
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.24	0.21	0.12	0.09	0.15	0.19
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.10	0.10	0.05	0.04	0.07	0.09
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.05	0.02	0.02	0.01	0.05	0.04
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.07	0.07	0.09	0.08	0.08	0.09
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.07	0.07	0.10	0.15	0.13	0.12
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.26	0.27	0.35	0.37	0.34	0.33
b) Empresas comerciales						
10.1 Margen bruto ventas	0.26	0.24	0.26	0.26	0.25	0.25
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.42	0.40	0.27	0.13	0.30	0.44
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.14	0.10	0.07	0.04	0.08	0.12
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.06	0.03	0.02	0.01	0.03	0.04
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.04	0.06	0.10	0.10	0.10	0.10
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.10	0.08	0.06	0.10	0.07	0.07
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.24	0.24	0.29	0.30	0.28	0.28
c) Empresas mineras						
10.1 Margen bruto ventas	0.62	0.39	0.53	0.62	0.53	0.39
10.2 Rentabilidad bruta patrimonio	0.45	0.16	0.28	0.26	0.07	0.12
10.3 Rentabilidad bruta activo	0.28	0.08	0.12	0.12	0.03	0.08
10.4 Rentabilidad neta ventas	0.13	0.02	0.12	0.13	0.02	0.07
10.5 Gasto administrativo/total ingresos	0.03	0.08	0.11	0.10	0.24	0.11
10.6 Gasto financiero/total ingresos	0.05	0.06	0.04	0.14	0.16	0.12
10.7 Gasto operacional/total ingresos	0.50	0.41	0.42	0.50	0.55	0.48

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

En el sector comercial también se observó una alta estabilidad del margen de utilidad bruta sobre las ventas a través de todo el período.

4. Solvencia

La solvencia de una empresa es la capacidad de ésta para hacer frente a sus obligaciones, e implica también cierta autonomía financiera y capacidad de endeudamiento.

La conclusión principal que se deriva del resumen de los índices de gestión y solvencia (cuadro 9) es que, salvo en la minería, la crisis no elevó los niveles de endeudamiento de las empresas. Incluso, la relación patrimonio-deuda tendió a mejorar en el sector manufacturero. Así, el apalancamiento operacional (pasivos totales respecto del patrimonio: índice 9.5) en ese sector bajó de 1.35 en 1980 a 1.03 en 1985, y el índice de endeudamiento de largo plazo con relación al patrimonio (índice 9.3) disminuyó aún más. De otro lado, la relación entre el total de

los activos y el total de los pasivos (índice 9.4) se mantuvo estable a lo largo del período 1980-1985. La diferencia entre el comportamiento del endeudamiento global y el del apalancamiento se debe a que este último se vio favorecido por la evolución positiva del patrimonio. El alto nivel de activos fijos y la revaluación de esos activos protegió al patrimonio ante la inflación. El crecimiento patrimonial resultante contribuyó a evitar que se elevara el índice del apalancamiento.

El financiamiento de las empresas durante todo el período fue fundamentalmente de corto plazo (índices 9.3 y 9.5), reflejando así tanto la escasa disponibilidad de crédito de largo plazo como la disminución de las inversiones en instalaciones y equipos.

En 1984, luego de la fuerte baja de las ventas (16.8%) ocurrida en 1983, las empresas se mostraron poco dispuestas a incrementar sus niveles de producción, por lo que prefirieron disminuir sus existencias. El grado de incertidumbre era tal, que

Cuadro 11

PERU: SUELDOS Y SALARIOS REALES

	Lima Metropolitana (en intis de 1979)		Sueldo de los trabajadores del gobierno central (en intis de 1979)	Ingreso mínimo legal (en intis de 1979)	Índice de ingresos: sector informal
	(1)	(2)			
	Sueldos	Salarios	(2)	(3)	(4)
1979	39.93	26.91	33.88	11.06	100.00
1980	42.88	28.46	40.08	13.69	114.85
1981	43.60	27.87	40.24	11.55	144.21
1982	47.05	28.25	39.34	10.73	174.16
1983	40.34	23.38	31.36	11.02	148.69
1984	37.19	19.94	31.56	8.53	131.99
1985	-	-	26.42	7.49	130.24

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

(1) Ministerio de Trabajo y Promoción Social, Encuesta de establecimientos de 16 y más trabajadores.

(2) Banco Central de Reserva del Perú (BCRP): Sector fiscal, sobre la base de información del Ministerio de Economía y Finanzas (no incluye gratificaciones).

(4) Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Ingreso y producto. Elaborado sobre la base de datos del Índice de Precios al Consumidor (1979=100) del Instituto Nacional de Estadística. Promedio de sueldos del servicio doméstico, precios de servicio de reparación de calzado, sastrería y otros servicios del sector informal.

incluso se optó por no invertir en mano de obra, reparaciones y otras inversiones menores necesarias para operar.

5. Rentabilidad

Por el margen de utilidad bruta (cuadro 10, índice 10.1) podemos apreciar la rentabilidad de las ventas, una vez deducido el costo de las mismas, como medida de la capacidad de sufragar los gastos de operación necesarios, como gastos financieros, de personal, impuestos y otros.

El margen de utilidad bruta permaneció casi constante a lo largo del período analizado, a pesar de que el incremento del costo operacional de las ventas (índice 10.7) llegó incluso a superar el ingreso operacional. Dentro de la estructura de los gastos de operación, los gastos financieros mostraron una par-

ticipación creciente por efecto del alza de las tasas nominales de interés. Entre 1982 y 1984 la utilidad operacional —la diferencia entre el margen bruto y los gastos operacionales (índices 10.1 y 10.7)— fue negativa.

A pesar de esa rentabilidad operacional negativa, las empresas lograron utilidades en el manejo de sus activos líquidos.

6. Evolución del comportamiento de las empresas por períodos

Si se examina el comportamiento de las empresas manufactureras y comerciales según su respuesta al contexto macroeconómico, cabe distinguir los siguientes subperíodos en su evolución:

a) *Enero de 1980 a junio de 1982:* A pesar de que se observó algún dinamismo en las ventas de las empresas manufactureras, la disponibilidad de capacidad ociosa redujo la necesidad de inversión en instalaciones y equipos.

Las ventas de las empresas comerciales exhibieron más dinamismo, en parte por el fuerte incremento de las exportaciones, lo que se reflejó en un mayor uso de la capacidad instalada y un mayor endeudamiento. Las empresas mineras, a pesar de haber bajado los precios de los minerales, continuaron con sus planes de inversión de mediano plazo.

b) *Julio de 1982 a fines de 1983:* Hubo una disminución generalizada de las ventas, tanto en las empresas comerciales como manufactureras, y cambios importantes en el manejo de sus activos líquidos. Las empresas buscaron mantener una mayor porción de éstos en inversiones financieras, retardando el cumplimiento de sus obligaciones con el Estado, los proveedores y el sistema bancario. La reducción de las ventas se tradujo en un menor uso de la capacidad instalada y una rentabilidad decreciente.

c) *1984-1985:* Los índices de rentabilidad de las empresas se recuperaron y hubo cierta mejora en las ventas, la que fue absorbida más por disminución de los inventarios que por un mayor nivel de producción. En cuanto al manejo de la liquidez, continuó el uso de instrumentos de inversión financiera.

7. Evolución de la rentabilidad: el sector manufacturero

Se examinará ahora la evolución de los ingresos y gastos del sector manufacturero durante el período crítico 1981-1985, a base de sus balances presentados a la CONASEV (cuadro 12). La situación se muestra en

Cuadro 12

PERU: RENTABILIDAD EN LA MANUFACTURA, 1981-1985

(Porcentaje de ventas)

Semestre	Ingreso por ventas netas	Costos				Margen operativo	Ingreso financiero	Utilidad neta	Indice de utilidad total
		Ventas	Financiero	Impuestos	Otros				
1981: II	100.0	70.4	7.2	5.2	16.4	2.0	2.8	4.8	100.0
1983: II	77.0	66.6	14.2	4.3	19.6	-4.7	5.6	1.6	25.0
1985: I	89.0	65.1	12.7	4.0	18.1	0.1	5.2	5.3	98.0

Fuente: Elaborado sobre la base de datos de balances de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

tres momentos: el segundo semestre de 1981, etapa anterior a la crisis y de auge moderado; el segundo semestre de 1983, momento de mayor recesión, y el primer semestre de 1985, luego de dos años de ajuste.

Lo más notable es que, a pesar de una caída de 23% en el valor real de las ventas, la utilidad neta se mantuvo positiva, si bien descendió a sólo un cuarto de su nivel anterior. Más aún, el nivel de las utilidades se recuperó rápidamente, y para el primer semestre de 1985 casi igualó el monto absoluto de utilidades de 1981, aunque las ventas siguieron siendo inferiores en 11% a las de 1981. Por lo tanto, la utilidad neta por unidad de venta en 1985 (5.3%) superó el nivel de 1981 (4.8%).

La crisis perjudicó el margen de utilidades mediante la elevación de los costos fijos por unidad de venta, y del mayor costo financiero causado por una tasa nominal de interés más alta. El efecto de los costos fijos se reflejó principalmente en el rubro "Otros costos", que subió de 16.4% a 19.6% de las ventas entre 1981(II) y 1983(II). El costo financiero se elevó más: de 7.2% a 14.2% de las ventas. En total, estos factores acrecentaron el costo por unidad de venta en 10.2 puntos porcentuales.

Los factores compensatorios se reflejaron, primeramente, en la caída de los costos variables, o "Costo de ventas", de 70.4% a 66.6% entre 1981(II) y 1983(II). Como se mencionó anteriormente, las empresas se beneficiaron de una fuerte reducción de los salarios reales, y de cierta baja en los precios relativos de algunos insumos corrientes. En el caso de los salarios, la reducción fue suficiente para influir en el costo medio, a pesar de la poca significa-

ción que ellos tienen dentro de los costos totales. En parte, la disminución del salario real compensó las cortapisas a la reducción de personal creadas por la Ley de Estabilidad Laboral (aunque ésta había otorgado a las empresas cierta flexibilidad en el período legal de prueba de tres años, antes de que los trabajadores obtuviesen estabilidad laboral). En cuanto a los demás insumos, entre 1981 y 1983 la relación de precios del intercambio mejoró en 11.5% a favor de la industria (cuadro 13).

Cuadro 13

PERU: PRECIOS RELATIVOS, 1980-1985

	Manufactura		Agricultura	
	Indice ^a (1979 = 100)	Variación (porcentaje)	Indice ^b (1979 = 100)	Variación (porcentaje)
1980	85.3	-14.7	105.6	5.6
1981	80.3	-5.9	96.2	-8.9
1982	81.6	1.6	81.7	-15.1
1983	89.6	9.8	86.7	6.1
1984	92.9	3.7	95.2	9.8
1985	93.9	1.1	77.4	-18.7
1981-1985		16.9		-19.6

Fuente: Agricultura: Oficina Sectorial de Estadística del Ministerio de Agricultura.

^aDeflactor implícito del valor agregado en la manufactura dividido por el deflactor del PIB. Elaborado a base de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), *Cuentas Nacionales del Perú 1950-1985*, septiembre de 1985, cuadros 4 y 5.

^bIndice de precios basado en una canasta de 15 productos y deflactado por el índice del costo de la vida.

La carga tributaria por unidad de venta también descendió. Una parte de ese movimiento se reflejó en el rubro "Impuestos", que bajó de 5.2% a 4.3% en la primera etapa, y luego a 4.0% en 1985(I). En cuanto a otros impuestos contabilizados dentro de los costos de ventas, es de suponer que hubo alguna reducción adicional en ellos, al menos en los pagos efectuados, puesto que la recaudación total del gobierno bajó 28% en términos reales entre 1981 y 1983. Gran parte de esa reducción tomó la forma de atrasos y moras de los contribuyentes, que en el Perú son, en su casi totalidad, empresas.

Al mantenimiento de las utilidades también contribuyó el aumento de los ingresos financieros de las empresas. Este provino de la percepción de mayores tasas de interés nominales sobre sus depósitos, y aún más de sus ganancias obtenidas como tenedoras de activos líquidos en moneda extranjera. Como se vio en el análisis anterior, las empresas mantuvieron su liquidez a través de la crisis, hecho que no guarda relación con una situación de caída abrupta de las ventas, pero que se explica por el alto rendimiento de los activos líquidos mantenidos en moneda extranjera. Entre fines de 1981 y junio de 1985, la rentabilidad media real de los depósitos en moneda extranjera fue de 23% (cuadro 8). Y es probable que la caída en los costos de las ventas también reflejara, en forma de ganancia de capital en el movimiento de los inventarios, un beneficio financiero derivado de la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación, compensándose así la mayor carga por costos financieros.

El efecto neto sobre la rentabilidad se aprecia en el cuadro 12. El margen de utilidades operacionales se volvió negativo con el primer impacto de la crisis, pues bajó de 2.0% en 1981(I) a -4.7% en 1983(II); sin embargo, se vio compensado por el mayor ingreso

financiero. La utilidad neta por unidad de venta siguió siendo positiva, aunque bajó de 4.8% a 1.6%. La continua reducción de los costos operacionales e impositivos, e incluso alguna reducción en los costos fijos por unidad de venta, reflejados en "Otros costos", lograron una recuperación completa en la utilidad neta para 1985(I). El margen de utilidad neta que fue de 5.3% en 1985(I), incluso superó el de 4.8% registrado en 1981(II). Esta recuperación se combinó con una normalización parcial de las ventas que elevó las utilidades totales de 1985 al nivel que habían tenido antes de la crisis.

En las empresas comerciales el resultado fue similar (cuadro 14).

Cuadro 14

PERU: SECTOR COMERCIO: INGRESOS FINANCIEROS Y RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS COMERCIALES, 1980-1985

(Porcentaje de las ventas)

	Margen de utilidad operacional	Ingreso financiero	Otros ingresos	Utilidad neta
1980	2	2	2	6
1981	0	2	2	4
1982	-3	3	2	2
1983	-4	4	1	1
1984	-3	4	2	3
1985	-2	4	2	4

Fuente: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

III

Una interpretación

1. La hipótesis

El punto de partida para este examen de la experiencia financiera de las empresas en 1980-1985 es la crisis de producción y de endeudamiento externo que ha sufrido el país. Lo que se espera del análisis

es descubrir si hubo una crisis comparable y paralela en la situación financiera de las empresas.

Varios elementos se combinaron en la crisis que sufrieron las empresas durante el período señalado. El más importante fue el repentino colapso de las ventas entre junio de 1982 y diciembre de 1983. En el

sector privado no agrícola, la baja fue de 22% en términos reales; es probable que la caída haya sido algo mayor en las empresas del sector moderno, debido al incremento de las actividades informales e ilegales en la economía.

Otro golpe a las finanzas empresariales provino de una acelerada devaluación: después de tres años de abaratamiento (33% entre diciembre de 1978 y junio de 1982), la tasa de cambio real empezó a elevarse, subiendo 19% durante los siguientes 18 meses. Esto encareció el considerable endeudamiento en moneda extranjera en que habían incurrido las empresas desde 1980: en dos años y medio la deuda en moneda extranjera (directa y avalada) aumentó 144% y, a fines de 1982 constituía el 51% del endeudamiento total a corto plazo de las empresas (cuadro 15). Sin embargo, cabe señalar que la mayor parte de ese crédito en moneda extranjera no correspondía a deuda externa del país, sino a financiamiento basado en dólares captados dentro del país mediante certificados bancarios en moneda extranjera.

El efecto inicial de la acelerada devaluación de 1983 incluyó un elemento psicológico: el ritmo de ella se duplicó en términos nominales en los primeros meses de 1983, pasando de una tasa anual de 72% en 1982 a 144% en el primer semestre de 1983. En definitiva, el aumento real fue mucho menor, porque la inflación también se duplicó, pero durante buena parte del año la perspectiva pareció alarmante al empresario agobiado por una creciente deuda en dólares.

Al mismo tiempo, los empresarios empezaron a sentir los efectos de una política monetaria restrictiva: el crédito real en moneda nacional al sector privado se redujo 21% entre junio de 1982 y el fin de 1983. Además, la restricción crediticia se agravó con la crisis financiera externa: el nivel del crédito externo de corto plazo, incluyendo avales, bajó 26%, desde un máximo de 3 028 millones de dólares a fines de 1982, a 2 238 millones en el primer trimestre de 1984. Es probable que parte de esta reducción haya sido voluntaria, ante la creciente devaluación, pero la retracción del crédito al Perú por la banca internacional también debe de haber contribuido.

Como era de esperar, el conjunto de estos factores se tradujo en una grave crisis financiera en las empresas. El flujo de caja en ellas sufrió los efectos simultáneos de la caída de las ventas, la restricción de los créditos, y los mayores pagos financieros por la deuda en dólares. La rentabilidad se vio afectada

por la menor rotación del capital y el alto nivel de los gastos fijos, incluidos en ellos una parte de los gastos de mano de obra, dada la rigidez de la ley de estabilidad laboral en el Perú. Y la pérdida de rentabilidad y el incremento del peso de la deuda denominada en moneda extranjera comprometió la solvencia de las empresas.

2. Los resultados

La información presentada en la sección anterior indica que las empresas fueron menos afectadas por la crisis de lo que era razonable esperar. Hubo pocas quiebras (algunas empresas madereras, algunas empresas ligadas a un banco que quebró) y algunos cierres temporales. La proporción de sobrevivencia, al menos dentro del sector moderno de la economía, fue alta.

La evolución de los índices financieros reseñados en la sección II concuerda con esta imagen de sobrevivencia. El índice de liquidez se redujo, pero sin volverse negativo, y un componente de éste (la liquidez en caja-bancos) más bien aumentó. En la mayoría de las actividades, el pasivo corriente se elevó como porcentaje de las ventas entre 1981 y 1983, pero luego disminuyó en 1984-1985. En 1985 se registró un nivel de endeudamiento a corto plazo menor que el de 1981 en la manufactura, el comercio, los transportes y los servicios (cuadro 16). El apalancamiento bajó en la manufactura y minería y se mantuvo relativamente estable en el comercio. Ante el impacto doble de la menor rotación de capital y mayores gastos financieros, incluyendo en este rubro la pérdida de cambio por la devaluación, la utilidad operacional se volvió negativa durante todo el período 1982-1985 (cuadro 14). Sin embargo, la rentabilidad total estuvo protegida por un creciente ingreso financiero que, entre 1982 y 1985, más que superó la pérdida operativa y permitió que los sectores manufactura y comercio, por ejemplo, registraran una utilidad neta positiva aun en 1983, el peor año de la crisis.

3. Los mecanismos de defensa

La sobrevivencia de las empresas descansó en sus propios mecanismos de defensa, en la ayuda del gobierno y en la eventual recuperación de la economía. Los mecanismos de defensa propios más importantes parecen haber sido el éxito en trasladar el

Cuadro 15

PERU: DEUDA A CORTO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO, 1974-1985

(Millones de intis de 1980)

		Directa			Indirecta (avalada)			Total		
		M/N ^a	M/E ^b	Total	M/N	M/E	Total	M/N	M/E	Total
1974	Diciembre	...	...	1 185	...	...	544	...	...	1 729
1975	Diciembre	...	...	1 236	...	...	508	...	...	1 744
1976	Diciembre	1 022	51	1 073	91	461	551	1 112	512	1 624
1977	Diciembre	939	94	1 033	80	666	745	1 018	760	1 778
1978	Diciembre	682	124	805	90	566	656	771	690	1 461
1979	Diciembre	615	148	763	107	346	453	723	494	1 216
1980	Marzo	607	194	801	112	399	511	718	593	1 312
	Junio	695	187	881	131	432	563	826	619	1 444
	Septiembre	679	197	876	128	466	594	807	663	1 470
	Diciembre	710	228	938	137	471	608	847	699	1 546
1981	Marzo	592	212	804	115	434	549	707	646	1 353
	Junio	742	209	951	116	387	503	858	596	1 454
	Septiembre	798	214	1 013	133	446	579	932	660	1 592
	Diciembre	895	222	1 117	127	450	578	1 022	672	1 694
1982	Marzo	842	269	1 111	122	532	654	964	800	1 764
	Junio	892	319	1 210	138	564	702	1 030	882	1 912
	Septiembre	851	364	1 215	124	632	756	976	995	1 971
	Diciembre	854	391	1 245	131	631	762	985	1 022	2 007
1983	Marzo	776	386	1 161	114	538	652	890	924	1 813
	Junio	706	400	1 106	116	455	571	822	855	1 677
	Septiembre	668	395	1 063	265	484	749	932	879	1 811
	Diciembre	693	378	1 071	122	405	526	815	783	1 598
1984	Marzo	667	343	1 009	94	452	546	761	794	1 555
	Junio	696	364	1 060	99	375	474	795	739	1 534
	Septiembre	700	368	1 068	105	386	490	805	754	1 558
	Diciembre	694	425	1 120	103	400	503	797	825	1 622
1985	Marzo	582	463	1 045	98	425	524	680	889	1 569

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Subgerencia del Sector Monetario.

^aM/N = Moneda nacional.^bM/E = Moneda extranjera, valuada a la tasa de cambio de fin de período.

necesario ajuste a otros en la economía, y las ganancias financieras obtenidas por las empresas.

Estas lograron compensar la pérdida operacional de los años 1982 a 1985 con importantes ingresos financieros que, en el caso de la industria, alcanzaron a 6% del valor de las ventas en 1984 y, en el caso del comercio, a 4% en 1983-1985 (cuadro 14).

La oportunidad para obtener estas ganancias se creó por la fuerte y persistente distorsión que

caracterizó al mercado financiero a partir de 1982, y en especial, por la alta rentabilidad absoluta que implicó la tenencia de moneda extranjera. Durante los tres años comprendidos entre marzo de 1982 y marzo de 1985 la rentabilidad de la moneda extranjera promedió 20% en términos reales. Por contraste, la tenencia de moneda nacional, colocada a la tasa de interés más alta del mercado, tuvo una rentabilidad negativa de 26%. La tenencia de divisas,

por lo tanto, fue la inversión más segura y de mayor rentabilidad media durante varios años.

La importancia que adquirió la inversión financiera en el período indicado puede medirse por el valor de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario. Estos aumentaron de 592 millones de dólares a fines de 1979 a un máximo de 1 680 millones en marzo de 1985. En relación al cuasidinero total, el porcentaje aumentó de 38% a 72%. Una parte de estos depósitos era de personas naturales, y otra del Estado, pero se estima que las empresas privadas eran dueñas de entre 60 y 70% del total. Además las empresas mantenían depósitos en el extranjero, y otros valores en moneda extranjera. Así, la pérdida financiera que sufrieron los endeudados en moneda extranjera fue compensada por una ganancia especulativa, al menos en el conjunto del sector de las empresas.

Los empresarios se esforzaron por buscar liquidez que les permitiera desdolarizar su deuda o invertir en divisas. Con frecuencia, esa búsqueda de liquidez se convirtió en un mecanismo recesivo, sobre todo cuando los llevó a reducir inventarios, a aplazar inversiones, e incluso a postergar compras y contrataciones que eran necesarias para el ciclo de producción.

Las empresas se defendieron también trasladando el ajuste requerido a otros. En 1983, por ejemplo, la recaudación de impuestos se redujo 31% en términos reales con relación al año anterior. Una

misión del FMI opinó que el gobierno había permitido "un colapso" en la administración tributaria. En realidad, para gran parte de las empresas no hubo otras opciones; la involuntaria reducción de la carga tributaria, de 17.6% del PIB en 1982 a 14.2% en 1983, significó una transferencia del Estado a las empresas de 3.4% del producto interno bruto.

Los trabajadores también absorbieron parte del ajuste: los sueldos y salarios medios en áreas urbanas bajaron entre 20 y 30% a partir de 1982 (cuadro 11). El mecanismo de reducción fue mayormente el mercado, pero la política salarial, que estuvo dirigida a frenar las alzas para reducir la inflación y el déficit fiscal, probablemente contribuyó a debilitar la capacidad de defensa del sector laboral. Más difícil de evaluar es el papel que desempeñó la reducción de personal. Ciertamente, existió más flexibilidad que la sugerida por la ley de estabilidad laboral. Esta misma ley permitía despedir a trabajadores que no hubieran cumplido tres años de servicio. Pero además, los empresarios recurrieron a la compra de jubilaciones, a la persuasión y a otros métodos para eliminar personal.

El traslado del ajuste al trabajador fue también el resultado automático de mecanismos tales como el trabajo a destajo, las comisiones y otras formas de pago que ligan el ingreso del trabajador con la producción o con las ventas.

Parte del ajuste fue trasladado también a los bancos, hecho que contribuyó a la quiebra de tres de

Cuadro 16

PERU: PASIVO CORRIENTE POR SECTORES DE ACTIVIDAD, 1980-1985

(Porcentaje de las ventas)

Sectores	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Agropecuario	49.8	76.4	44.4	40.7	36.0	30.0
Minería	23.0	32.6	33.8	30.8	39.7	38.7
Manufactura	45.2	41.7	49.8	54.2	47.6	41.6
Construcción	84.5	73.7	63.8	58.8	84.0	71.8
Comercio	36.5	35.9	39.0	41.6	36.4	31.6
Transportes	34.8	51.8	51.4	48.3	42.6	37.4
Financiero	60.9	83.0	48.2	144.8	55.0	51.1
Servicios	31.7	68.0	68.7	50.1	43.9	47.7
Total	37.5	38.9	43.5	48.9	44.3	45.5

Fuente: Comisión Nacional Supervisor de Empresas y Valores (CONASEV).

ellos en 1983-1984 (cuadros 17 y 18). La cartera morosa total aumentó cada año a partir de 1980, su- biendo de sólo 1.9% del total de colocaciones del sistema bancario en 1980 a 17.9% en 1985. Al final, el Banco Central absorbió parte de esta cartera mo- rosa, ya que dio créditos de apoyo a distintos bancos, y tuvo que respaldar los depósitos de los bancos que cerraron.

Es posible, por último, que una porción del ajuste haya sido trasladada al sector primario me- diante una baja en el precio relativo de las materias primas. Así lo sugiere el índice de precios reales del sector agropecuario, que en 1983-1985 exhibió un nivel 9% más bajo que el de 1980-1982 (cuadro 13).

Otra fuente de ayuda para la empresa fue el gobierno, principalmente a través del fuerte subsidio implícito en las tasas de interés negativas (cuadro 19). En 1983 se "licuó" 20.9% de la deuda en mo- neda nacional a través de las tasas activas, y en 1985 el subsidio alcanzó a 18.6%. En total, a lo largo de tres años se licuó la mitad de la deuda existente en 1982.

Las autoridades monetarias buscaron delibera- damente la licuación de la deuda. Esto significó abandonar la política de tasas de interés reales que se había introducido en 1981, con gran dificultad política, y provocó un desacuerdo con el FMI que contribuyó al fracaso del acuerdo de crédito contin- gente firmado en 1983.

Un segundo instrumento que utilizó el gobierno para apoyar a la empresa en este período fue el de los

Cuadro 17

PERU: CARTERA MOROSA DEL SISTEMA BANCARIO COMERCIAL Y DE AHORROS, 1979-1985

(Millones de intis)

Año	Total crédi- tos	Cartera morosa			Porcen- taje crédi- tos
		Venci- dos	En cobran- za judicial	Total	
1979	197.3	1.0	4.4	5.4	2.8
1980	391.1	2.6	4.8	7.4	1.9
1981	843.0	9.8	13.8	23.6	2.8
1982	1 514.4	44.7	36.2	80.9	5.3
1983	3 570.4	130.8	222.7	353.5	9.9
1984	6 953.1	231.6	708.4	940.0	13.5
1985 ^a	15 512.0	389.9	2 393.0	2 782.9	17.9

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

^aInformación preliminar a septiembre.

créditos de refinanciación, que entre 1983 y 1985 representaron aproximadamente el 0.7% del pro- ducto interno bruto (cuadro 20). Es probable que la mayor parte de ellos se haya destinado a desdolarizar deudas o a comprar divisas.

Sin embargo, y a pesar de esos créditos espe- ciales de refinanciación, durante el período

Cuadro 18

PERU: CARTERA MOROSA CON EL SISTEMA CREDITICIO DEL PAIS, DICIEMBRE DE 1985

(Millones de intis)

	Empresas privadas	Empresas públicas	Total sistema
Número	56	4	623
Créditos liquidos	414 375	77 170	...
Créditos atrasados	338 199	523 891	...
Judiciales	1 561 499	3 487	...
Total cartera pesada	2 314 073	604 548	5 654 001
Total cartera	3 464 072	1 441 790	22 880 227
Porcentaje de cartera pesada	66.8	41.9	24.7

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

Cuadro 19

PERU: EFECTO DE LAS TASAS DE
INTERES REALES NEGATIVAS
SOBRE LAS OPERACIONES
EN MONEDA NACIONAL

(Millones de intis de 1985)

	Pérdida de los depositantes		Subsidio al deudor privado	
	Millones de intis	Porcentaje ^a	Millones de intis	Porcentaje ^b
1980	-2 303	15.6	413	3.8
1981	-918	5.7	73	0.5
1982	-595	4.0	-234	1.7
1983	-3 738	30.9	2 447	20.9
1984	-1 743	14.6	705	6.1
1985	-3 125	54.8	1 253	18.6

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

^a Respecto al total de depósitos en moneda nacional.

^b Respecto al total de colocaciones en moneda nacional.

1983-1985 se aplicó una política monetaria más bien restrictiva, lo que dio lugar a que se contrajera el crédito real. Al mismo tiempo, el incremento de la inflación elevó la velocidad de circulación del dinero, y también contribuyó a la contracción del crédito en términos reales. Por último, los fuertes créditos otorgados al gobierno en 1983 para cubrir el déficit creado por la menor recaudación mermaron la disponibilidad de crédito para el sector privado. Por la combinación de estos factores, la oferta de crédito en intis al sector privado decreció fuertemente: entre junio de 1982 y marzo de 1985 el endeudamiento en moneda nacional de ese sector se redujo 34% en términos reales (cuadro 15). Así, en el flujo total de crédito al sector privado, los créditos del Banco Central adquirieron mucho mayor importancia (de 6% en 1980-1982 a 14.9% en 1983-1984), pero no pudieron contrarrestar el efecto adverso de los factores mencionados (cuadro 21). Por lo demás, esta contracción crediticia tuvo un efecto inverso al de otras medidas del gobierno, ya que obligó a un mayor ajuste por parte de las empresas.

4. Observaciones finales

El costo social de la crisis en las empresas tomó la forma de pérdida de inversión y hasta de capacidad

Cuadro 20

PERU: CREDITOS DE APOYO A BANCOS
Y EMPRESAS OTORGADOS POR EL
BANCO CENTRAL DE RESERVAS,
1982-1984

(Flujos en millones de intis)

	A	A	Total	Porcentaje del PIB
	empresas	bancos		
1982				
I	.08	.38	.46	.56
II	.24	.42	.66	.69
III	.01	-.39	-.38	-.42
IV	.15	.10	.25	.30
1983				
I	.18	.50	.68	.93
II	.07	1.27	1.34	1.58
III	.66	.02	.68	.87
IV	.28	.22	.50	.68
1984				
I	.42	.13	.55	.76
II	1.03	.54	1.57	1.81
III	.32	.53	.85	.99
IV	.29	.15	.44	.56

Fuente: Elaborado sobre la base de información del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

productiva, y la falta de mantenimiento terminó inutilizando equipo. Durante tres años, la inversión neta del sector privado no sobrepasó el 3 o 4% del PIB. Los empresarios se protegieron a través de la fuga de capitales, con lo cual contribuyeron a la crisis de la balanza de pagos. Los errores y omisiones de esa balanza pasaron de un monto anual positivo de 2.4% del PIB en el período 1980-1982, a una crisis negativa de -3.4% del PIB en 1983-1985. Por otro lado, se trasladó una parte desproporcionada del ajuste a los obreros. Trabajadores eventuales sin estabilidad laboral perdieron su empleo, y los estables sufrieron una grave pérdida de capacidad adquisitiva. También en el sector informal bajaron fuertemente los ingresos (cuadro 11). Parte del ajuste fue absorbido por la población en general a través del financiamiento inflacionario del déficit fiscal creado por el no pago de impuestos y por la protección de los depósitos bancarios. La inflación perjudicó en particular a los ahorradores no protegidos por activos en moneda extranjera.

Cuadro 21

**PERU: COLOCACIONES REALES, POR
SECTORES ECONOMICOS, DE LA BANCA
COMERCIAL Y DE FOMENTO**

(1979 = 100)

Sector público	1983	1984	1985
Agricultura	70	66	62
Ganadería	2	2	1
Pesquería	4	5	4
Industria	193	185	147
Minería	42	52	51
Comercio	69	54	45
Construcción	50	42	28
Sector público	11	2	3
Diversos	75	76	61
Total	516	484	402

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros.

El daño mayor, sin embargo, resultó del efecto recesivo multiplicador que produjeron las reacciones defensivas de los empresarios, aumentadas por la gran distorsión del mercado financiero. Esas reacciones de carácter contractivo se exacerbaron debido a la experiencia vivida por el empresario durante los años setenta, y agravaron la recesión: así, las empresas lograron cierto equilibrio financiero, pero a un nivel menor de producción, inversión, salarios y demanda total. La producción determinada mayormente por la demanda no sólo no se recuperó luego del colapso de 1983, sino que bajó 2% entre 1983 y el primer semestre de 1985, mientras que la producción determinada por el clima y la demanda externa creció 17.3% en el mismo período.

Como balance final, puede decirse que la experiencia financiera de las empresas durante el período de crisis que se ha examinado tuvo algo de paradójico: aunque ellas lograron resistir con sorprendente éxito, sus mecanismos de sobrevivencia tuvieron un alto costo social, y probablemente contribuyeron a agravar la crisis global.

América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior.

*Robert Devlin**

Crece en la región el consenso respecto de que las economías latinoamericanas deben hacerse más eficientes, más competitivas en el plano internacional y menos aisladas de las fuerzas del mercado, aun cuando esta reestructuración se logre con un uso instrumental más pragmático y selectivo que el convencionalmente propuesto por los países centrales.

Tal reestructuración económica se está frustrando por la pesada carga económica y social que impone la transferencia de recursos internos al extranjero para el servicio de la deuda externa. Los intentos de abordar el llamado "problema de la transferencia" han sido sumamente costosos, por factores tanto internos como externos. El medio externo se ha mostrado hostil, con financiamiento oneroso y sumamente inadecuado, condicionalidad rígida, adversas condiciones comerciales e inestabilidad económica mundial.

De ahí que como contrapartida a los serios esfuerzos internos en los países deudores para lograr la reestructuración, los acreedores deban asumir su corresponsabilidad en la solución aportando financiamiento, disposición para condonar la deuda a los deudores insolventes, condicionalidad más programática y mayores esfuerzos por corregir los desequilibrios macroeconómicos en el Norte mismo. De lo contrario, moratorias esporádicas y una mayor orientación hacia adentro de las políticas económicas podrían ser consideradas por los deudores como solución subóptima, pero atractiva, para los problemas de la región.

*Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL. Este artículo es una versión revisada de un documento presentado en el Simposio Internacional sobre la Reestructuración de América Latina, realizado en marzo de 1987 con ocasión del Bicentenario de la Universidad de Pittsburg. A. Bianchi, R. Ffrench-Davis, C. Mesa-Lago y J. Ramos formularon amplias observaciones sobre un borrador previo. H. Assael, S. Astete, F. Fajnzylber, J. Malloy, M. Lazo y L. Willmore aportaron también comentarios de gran utilidad. G. Mundt y L.A. Santa Cruz proporcionaron valiosa ayuda estadística.

Introducción

El desarrollo capitalista es dinámico (Schumpeter, 1980). Las economías en crecimiento no se limitan a reproducir la estructura productiva existente; más bien experimentan una constante transformación o reestructuración. Aunque el proceso de reestructuración, tanto social como económico, está presente en cierta medida en todas las naciones cuyas economías se expanden en forma sostenida, tiene relativamente más importancia en el crecimiento económico de las sociedades de niveles menores de desarrollo—las que suelen denominarse países en desarrollo.

En el período de postguerra América Latina experimentó transformaciones socioeconómicas importantes (CEPAL 1979, pp. 3 a 26). La estrategia económica que sustentó el proceso se ha descrito como de "sustitución de importaciones y orientación hacia adentro". Aunque se ha señalado que la transformación de América Latina en el período de postguerra ha ido a la zaga de algunos otros países cuya estrategia consistió en el "crecimiento fomentado por las exportaciones y orientado hacia afuera" (Ballassa y otros, 1986, pp. 1 a 74), no cabe duda que la región tuvo un desempeño económico estimable hasta la década de 1980, con un crecimiento promedio anual del producto por habitante ligeramente inferior a 3% entre 1950 y 1980. Sin embargo, desde que estalló la crisis en 1982 la actividad económica se ha estancado, y en 1986 el producto por habitante fue inferior en 8% al registrado en 1980 (cuadro 1).

Según la mayoría de las estimaciones, la actual será una "década perdida" para América Latina en términos de crecimiento económico y de desarrollo socioeconómico. Aunque es innegable que las condiciones externas fueron extraordinariamente adversas para la región en los inicios de los años ochenta (altas tasas de interés internacionales, recesión en la OCDE, etc.), la gravedad y duración de la crisis sugieren que la estrategia de desarrollo hasta entonces vigente dejó a la mayoría de los países en situación de excesiva vulnerabilidad ante cambios negativos en los parámetros externos, y en mala posición para contrarrestarlos con dinamismo.

Tales circunstancias han obligado a la región a repensar su estrategia de desarrollo y a hacer ajustes para enfrentarse al cambiante medio externo. Algunas fórmulas emanadas del Norte sugieren como panacea la estrategia actualmente en boga, de orien-

tación hacia afuera, basada en gran medida en exportaciones, precios "correctos", determinados por el libre mercado, e iniciativa privada (Balassa y otros, 1986). Otros, si bien comparten algunos de los objetivos de dicha formulación —como la necesidad de incrementar el ahorro interno, elevar la productividad y la competitividad internacional, expandir la actividad exportadora y racionalizar el Estado— la encuentran en esencia demasiado simplista (CEPAL, 1987 y Fishlow, 1985, pp. 137 a 168). Este último criterio presta más atención a cuestiones vinculadas con el desarrollo institucional, al crecimiento de las

capacidades tecnológicas endógenas, a las estrategias industriales sectoriales, a las exportaciones de manufacturas, a la selectividad en el empleo de los instrumentos e incentivos de política, a la intervención del gobierno en el mercado, y asimismo a cuestiones normativas de equidad y democracia.

A pesar de importantes diferencias en cuanto a sus concepciones básicas y su forma de combinar las políticas, respecto de las necesidades futuras de América Latina ambos criterios concuerdan en que existe una crisis de desarrollo en la región y en que es imprescindible una radical reestructuración de las

Cuadro 1

AMERICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

Conceptos	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ^a
Producto interno bruto a precios de mercado (índice base año 1980 = 100)	100.0	100.5	99.0	96.6	99.7	102.4	105.9
Población (millones de habitantes)	355	363	372	380	389	398	406
Producto interno bruto por habitante (índice base año 1980 = 100)	100.0	98.1	94.5	90.1	90.9	91.3	92.4
Tasas de crecimiento							
Producto interno bruto	5.3	0.5	-1.4	-2.4	3.2	2.7	3.4
Producto interno bruto por habitante	2.8	-1.9	-3.7	-4.7	0.9	0.4	1.2
Precios al consumidor ^b	56.1	57.6	84.8	131.1	185.2	275.3	69.1
Relación de precios del intercambio de bienes	4.3	-5.8	-9.0	1.1	6.5	-5.0	-8.7
Poder de compra de las exportaciones de bienes	10.3	1.9	-7.6	10.1	13.3	-4.8	-9.7
Valor corriente de las exportaciones de bienes	32.3	7.6	-8.8	0.1	11.7	-5.9	-14.8
Valor corriente de las importaciones de bienes	34.9	8.1	-19.8	-28.5	4.0	0.3	2.4
Miles de millones de dólares							
Exportaciones de bienes	89.1	95.9	87.4	87.5	97.7	92.0	78.3
Importaciones de bienes	90.4	97.6	78.3	56.0	58.3	58.5	59.9
Saldo del comercio de bienes	-1.3	-1.9	9.1	31.5	39.4	33.5	18.4
Pagos netos de utilidades e intereses	17.9	27.2	38.7	34.3	36.2	35.3	30.7
Saldo de la cuenta corriente ^c	-28.3	-40.3	-41.0	-7.6	-0.2	-4.0	-14.2
Movimiento neto de capitales ^d	29.4	37.5	20.0	3.2	9.2	2.4	8.6
Balance global ^e	1.4	-2.8	-21.0	-4.4	9.0	-1.6	-5.6
Deuda externa total desembolsada	230.4	287.8	330.7	350.8	366.9	373.2	382.1

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

^a Estimaciones preliminares sujetas a revisión.

^b Variación de diciembre a diciembre.

^c Incluye transferencias unilaterales privadas netas.

^d Incluye capital a largo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.

^e Corresponde a la variación de las reservas internacionales (con signo cambiado) más los asientos de contrapartida.

economías. Sin embargo, la “crisis del desarrollo” y la necesidad de una reestructuración económica en el mediano plazo son temas que muchas veces se pierden al concentrarse el debate sobre la “crisis de la deuda” y la necesidad inmediata de un ajuste externo del balance de pagos. La atención prestada a la deuda y el ajuste se debe a que son los nexos más inmediatos de corto plazo entre Norte y Sur en la crisis del desarrollo. Por una parte, la salud de la banca privada del Norte—principal acreedora de la región— y de su sistema financiero depende de la rapidez con que América Latina ajuste su balance de pagos a las exigencias de su enorme deuda externa de 380 000 millones de dólares. Por otra, como se verá más adelante, el servicio de la deuda significa transferir fuera de la región gran cantidad de recursos necesarios para la inversión, la reestructuración socioeconómica y el crecimiento.

En el presente documento se propone abordar el tema de la reestructuración económica de América Latina mediante el estudio de la dinámica de la transferencia de recursos desde las naciones deudoras a las naciones acreedoras. Con ello se pretende demostrar que, al margen de los esfuerzos internos realizados por los países deudores, las políticas de

los acreedores y sus gobiernos han contribuido en forma decisiva a que los ajustes económicos de corto plazo (necesarios para generar una transferencia de recursos al exterior) hayan sido extremadamente costosos para América Latina, y en general contraproducentes respecto del objetivo de reestructuración económica en el mediano plazo. En efecto, los elevados costos del proceso de ajuste de corto plazo podrían de hecho poner en peligro la reestructuración económica de la región, cuya necesidad casi no se discute. Así, sin una política más visionaria de parte de los países acreedores, podrían frustrarse los esfuerzos latinoamericanos en este sentido.

En la sección siguiente se examinará la cuestión de la transferencia de recursos en general, y la magnitud de ellas en el caso particular de América Latina. La subsiguiente tratará principalmente de los factores externos que más han contribuido a dificultar estos pagos al exterior, y de cómo las transferencias perjudican el proceso de reestructuración económica. En la última sección se plantean las conclusiones y se hacen algunas sugerencias para un enfoque más apropiado de las políticas frente a la deuda externa.

I

Ajuste externo y transferencias de recursos

Desde 1982 el análisis de la situación económica latinoamericana ha girado principalmente en torno al tema de la deuda externa y el ajuste. Según el criterio más sencillo y más difundido, el proceso de ajuste en un país en desarrollo entraña normalmente una reducción (o eliminación) del déficit en cuenta corriente del balance de pagos, con la correspondiente disminución de las necesidades de financiamiento externo y de la acumulación de la deuda. La reducción del saldo negativo en cuenta corriente puede ser voluntaria, en el caso de que las autoridades de un país se hayan propuesto *ex ante* limitar el déficit con miras a lograr en el año un nivel inferior de financiamiento externo y de endeudamiento. Dicha reduc-

ción puede ser también un resultado *ex post* involuntario, producto de una menor disponibilidad de financiamiento externo durante el año. (Los déficits sólo pueden producirse si los valida el financiamiento.)

Como se verá más adelante en detalle, lo segundo fue lo que en general ocurrió con la reducción del déficit en cuenta corriente de América Latina, de 41 000 millones de dólares en 1982 a un promedio inferior a 7 000 millones anuales entre 1983 y 1986 (cuadro 1). En los casos de ajuste no voluntario, el análisis puede organizarse en torno a la inevitable tensión que surge cuando el acreedor exige disminuir sus compromisos financieros con el deudor.

Cuadro 2

**AMERICA LATINA: BALANCE DE RECURSOS FINANCIEROS DE PRESTAMOS REGISTRADOS
E INVERSION EXTRANJERA DIRECTA^a**

	Millones de dólares							Millones de dólares de 1980 ^b								
	Inversión extranjera neta			Préstamos				Saldo total 3+7	Inversión extranjera directa			Préstamos				
	En- tradas netas (1)	Remesas de utili- dades (2)	Saldo 1-2 (3)	Entradas netas		Interés bruto pagado (6)	Saldo 4+5-6 (7)		En- tradas netas (9)	Remesas de utili- dades (10)	Saldo 9-10 (11)	Entradas netas		Interés bruto pagado (14)	Saldo 12+13-14 (15)	Saldo total 11-15 (16)
			Mediano plazo (4)	Corto plazo (5)							Mediano plazo (12)	Corto plazo (13)				
Promedio																
1961-1965	330.8	1 147.2	-816.4	615.0	-70.8	410.6	133.6	-682.8	1 120.0	3 902.5	-2 782.6	2 126.2	-236.7	1 391.0	498.5	-2 284.1
Promedio																
1966-1970	726.0	1 676.0	-950.0	1 282.8	452.8	885.6	850.0	-100.0	2 263.5	5 236.8	-2 973.2	4 000.3	1 410.5	2 764.7	2 646.1	-327.1
Promedio																
1971-1975	1 711.8	2 228.4	-516.6	6 602.6	1 128.2	2 973.2	4 757.6	4 241.0	3 758.4	5 086.3	-1 327.9	14 100.4	2 261.1	6 308.7	10 052.8	8 724.8
Promedio																
1976-1980	3 714.8	3 360.4	354.4	17 932.8	2 086.0	13 021.4	6 997.4	7 351.8	4 645.0	4 346.5	298.4	23 365.1	3 067.1	15 875.0	10 557.2	10 855.6
1978	3 814.0	3 503.0	311.0	21 676.0	-1 522.0	10 327.0	9 827.0	10 138.0	5 231.8	4 805.2	426.6	29 733.9	-2 087.8	14 166.0	13 480.1	13 906.7
1979	4 938.0	4 014.0	924.0	17 247.0	4 188.0	15 731.0	5 704.0	6 628.0	5 871.6	4 772.9	1 098.7	20 507.7	4 979.8	18 705.1	6 782.4	7 881.1
1980	5 487.0	4 000.0	1 487.0	22 068.0	6 892.0	25 377.0	3 583.0	5 070.0	5 487.0	4 000.0	1 487.0	22 068.0	6 892.0	25 377.0	3 583.0	5 070.0
1981	7 185.0	4 997.0	2 188.0	38 547.0	2 138.0	37 291.0	3 394.0	5 582.0	6 759.2	4 700.8	2 058.3	36 262.5	2 011.3	35 080.9	3 192.9	5 251.2
1982	5 688.0	5 097.0	591.0	27 888.0	-4 326.0	46 572.0	-23 010.0	-22 419.0	5 330.8	4 766.9	553.9	26 136.8	-4 054.4	43 647.6	-21 565.1	-21 011.2
1983	3 123.0	3 521.0	-398.0	20 237.0	-18 451.0	39 925.0	-38 139.0	-38 537.0	3 014.5	3 398.6	-384.2	19 533.8	-17 809.8	38 537.6	-36 813.7	-37 197.9
1984	3 093.0	3 411.0	-318.0	15 301.0	-10 236.0	43 092.0	-38 027.0	-38 345.0	3 017.6	3 327.8	-310.2	14 927.8	-9 986.3	42 041.0	-37 099.5	-37 409.8
1985	3 680.0	3 860.0	-180.0	6 855.0	-6 016.0	40 466.0	-39 627.0	-39 807.0	3 586.7	3 762.2	-175.4	6 681.3	-5 863.5	39 440.5	-38 622.8	-38 798.2

Fuente: Cálculos basados en la serie de balance de pagos preparada por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aTodos los acreedores privados y oficiales, excepto el FMI. Cabe observar que las entradas netas no incluyen intereses por depósitos y préstamos colocados en el extranjero, ni desembolso de donaciones y otras transferencias. No incluyen tampoco el renglón de errores y omisiones del balance de pagos.

^bLos datos nominales se deflactaron por un índice de precios unitarios de importaciones de bienes y servicios.

A. Visión general de la demanda externa unilateral de transferencia de recursos hacia afuera

La tensión en el proceso de ajuste, antes mencionada, se expresa en los dos componentes principales de un déficit en cuenta corriente: i) un componente financiero, que corresponde a pagos de intereses sobre la deuda externa, y ii) un componente comercial, que corresponde al excedente del monto de las importaciones en relación con las exportaciones.¹

El primero supone un contrato legal que los acreedores están dispuestos a hacer cumplir y, por tanto, en teoría es rígido e imposible de comprimir. El último, en cambio, es en teoría flexible y responde a medidas de política interna del país deudor. Por ende, si los pagos de intereses se consideran sacrosantos, el peso del ajuste recae necesariamente sobre el déficit comercial (y por ende, sobre los parámetros económicos internos del deudor) y no sobre el déficit en cuenta corriente propiamente tal.

Los acreedores externos influyen en forma decisiva en el grado de tensión entre los componentes financiero y comercial de la cuenta corriente. Durante la fase expansiva de un ciclo crediticio internacional, el monto de los nuevos préstamos concedidos por los acreedores privados puede a menudo exceder al de los pagos de intereses anuales y la amortización de la suma adeudada. En efecto, el sistema crediticio privado en su conjunto no tiene una "demanda" efectiva de pago de la deuda; los países deudores realizan el servicio de ésta con facilidad, mediante una renovación ("rollover") semiautomática de sus obligaciones de pago, y además los acreedores privados suelen obtener nuevo capital para financiar su déficit comercial. En estas circunstancias, hay una transferencia positiva de recursos del acreedor al deudor y no se presenta tensión manifiesta entre los componentes financiero y comercial de la cuenta corriente.²

¹Para facilitar la exposición, podemos suponer por ahora que no existe la inversión extranjera directa y, por lo tanto, no considerar las remesas de utilidades. En América Latina, aproximadamente el 90% de todos los pagos de factores en el déficit en cuenta corriente corresponde a pagos de intereses.

²En teoría, siempre debería haber cierta tensión, por la llamada "disciplina del mercado", basada en la noción de que los acreedores privados evalúan permanentemente la solvencia de sus clientes y reflejan dicha evaluación en sus decisiones crediticias. De hecho, se ha comprobado que los bancos privados realizan evaluaciones de solvencia, y emplean como indicador principal la tasa de crecimiento de las exportaciones. (Grupo de los Treinta, 1982, p. 41.) Sin embargo, también se ha comprobado

La situación descrita podría considerarse favorable para los países en desarrollo, porque la transferencia positiva de los acreedores—de no verse contrarrestada por una salida neta en otros tipos de transacciones—permite que la inversión exceda al ahorro interno, lo que brinda un estímulo importante al desarrollo y al crecimiento. De hecho, lo tradicional es considerar un período prolongado de transferencias financieras externas positivas como una etapa normal y conveniente en el proceso de desarrollo.³

Durante toda la década anterior y a comienzos de la presente, América Latina tuvo un saldo positivo en el total de transacciones registradas en materia de préstamos externos y de inversión extranjera directa. Dicho saldo positivo fue extraordinariamente grande, tanto en términos nominales como reales, y obedeció en gran parte a las transacciones de préstamos (cuadro 2, columna 8). A su vez, el dinamismo de los préstamos refleja básicamente que, durante el período, los bancos internacionales privados habían iniciado su penetración masiva en los mercados latinoamericanos, expandiendo el crédito en la región a una tasa superior al 25% anual (Morgan Guaranty Trust Co., 1983, p. 6).

Cabe prever que en un momento dado los acreedores privados estimen que los déficit comerciales y el financiamiento para el país deudor son excesivos y hacen necesario un ajuste. Sin embargo, mientras el sistema financiero no exija el pago efectivo de las deudas—es decir, mientras los nuevos préstamos netos sigan excediendo los pagos de intereses—los déficit comerciales pueden continuar manejándose, y seguirán siendo positivas las

que durante gran parte de la década anterior los efectos de la llamada disciplina del mercado no se hacían sentir para la mayoría de los deudores latinoamericanos debido a deficiencias en los análisis de solvencia efectuados por los bancos o a dificultades para reflejar institucionalmente tales evaluaciones en las decisiones crediticias. En efecto, lo que mejor caracteriza al medio crediticio de la década anterior es su permisividad y la multiplicidad de señales equívocas respecto de la disponibilidad y el costo del financiamiento a largo plazo. (Véase Devlin, 1986.)

³Una de las mejores exposiciones de la hipótesis clásica sobre el ciclo de la deuda de un país en desarrollo sigue siendo la de Avramovic y otros (1964). Véase también Ohlin (1966).

transferencias de recursos para la inversión y el crecimiento en el país deudor. La necesidad de reducir los déficits comerciales para responder a condiciones financieras externas más estrictas no es un hecho desusado en el ciclo de la deuda de un país en desarrollo. Además, si el financiamiento previo excedía la capacidad del deudor para destinarlo eficientemente a la inversión, un financiamiento algo inferior, como parte de una reducción programada del déficit en cuenta corriente, podría ser una forma de disciplina útil y compatible con un mejor desempeño económico global.

También es posible que el financiamiento anual neto pueda ser inferior a los niveles necesarios para renovar, o refinanciar, el pago de intereses. La situación puede formar parte de un proceso natural y voluntario, como en el caso de una nación deudora en desarrollo que, mediante un despliegue sagaz de préstamos previos, haya alcanzado una etapa en que hayan desaparecido los déficits de ahorro interno y de comercio exterior, pudiendo así disponer de recursos para pagar efectivamente el total o una parte de los intereses de la deuda externa. Puede también suceder que la reducción del financiamiento disponible sea impuesta unilateralmente al deudor por sus acreedores, los que, por las más diversas razones, comienzan a "demandar" el pago efectivo de los intereses de la deuda (y tal vez incluso de su amortización). Una exigencia imprevista de pago puede ser muy perturbadora para los procesos de ahorro, inversión y crecimiento en el país deudor y pone plenamente al descubierto la tensión entre

los componentes financiero y comercial del déficit en cuenta corriente que, durante la fase expansiva del ciclo crediticio, se había ocultado tras el velo de un financiamiento abundante e incondicional.

Una vez que los acreedores privados exigen efectivamente el pago de los intereses, en teoría todo el peso del ajuste debería recaer en el balance comercial, pues éste es flexible, mientras el déficit de los servicios de factores (pago de intereses) es materia de un contrato rígido. Si no se dispone de financiamiento proveniente de las reservas acumuladas del país o de otras fuentes compensatorias oficiales, el balance comercial tiene que registrar un excedente equivalente a aquella parte de los pagos de intereses no cubierta por los nuevos préstamos de los acreedores. A su vez, las contrapartes internas del excedente comercial del país deudor consisten en que el ahorro interno tiene que ser mayor que la inversión, y la absorción interna menor que el producto. En dichas circunstancias el flujo de recursos cambia de signo, ya que el deudor se ve obligado a transferir a sus acreedores privados recursos netos de monto equivalente al excedente comercial y al excedente del ahorro interno sobre la inversión.

Toda transferencia no voluntaria de recursos del deudor al acreedor es difícil y genera tensiones entre ambas partes; pero cuando la transferencia no voluntaria se da en una etapa no natural del desarrollo—es decir, cuando efectivamente todavía existe una diferencia por cubrir entre el ahorro interno y la inversión con fines de desarrollo—la situación puede ser especialmente delicada.

B. América Latina y la transferencia de recursos al exterior

A lo largo de los últimos años América Latina ha efectuado cuantiosos pagos netos a sus acreedores de la banca privada. Dichos pagos son en gran parte no voluntarios y, según muchos, prematuros, en relación con la etapa de desarrollo de la región. El fenómeno general se inició en 1982, y antes en el caso de algunos países.

El efecto de esos pagos netos sobre el saldo total de recursos para préstamos e inversión extranjera directa se observa en el cuadro 2. Puede advertirse allí que el saldo promedio anual de recursos para la región en su conjunto entre 1982 y 1985 fue negativo y ascendió a 35 000 millones de dólares. En el cuadro

3 se presentan balances semejantes de diez países latinoamericanos. Sólo Colombia—que evidentemente fue precavida en su endeudamiento bancario durante la década anterior—se ha librado de un saldo negativo persistente.⁴

⁴Hasta 1980 Colombia—a diferencia de la mayoría de los demás países latinoamericanos—fue muy precavida para recurrir a los bancos. En su estudio sobre los países prestatarios en desarrollo en el mercado de la euromoneda, Wellons (1976) calificó a Colombia como un prestatario "ambivalente". Sin embargo, entre 1980-1981 el país tomó iniciativas en relación con el crédito internacional, en parte por la orientación económica monetarista

Cuadro 3

**DIEZ PAISES LATINOAMERICANOS: BALANCE DE RECURSOS DE TRANSACCIONES
FINANCIERAS REGISTRADAS CON EL EXTERIOR, 1978-1985^a**

(Millones de dólares)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	-721	2 894	-280	-2 868	-3 158	-5 431	-2 727	-3 260
Brasil	5 783	-272	1 500	1 373	-3 204	-6 187	-7 786	-12 394
Colombia	-279	416	229	795	517	-311	-631	231
Costa Rica	314	202	592	-64	-166	-106	-339	-181
Chile	1 430	1 454	2 009	2 704	-1 394	-1 417	-283	-876
Ecuador	370	242	346	-92	192	-484	-801	-796
México	449	465	6 026	12 926	-5 800	-12 881	-13 308	-12 439
Perú	-430	-781	-261	-734	546	-634	-419	-935
Uruguay	3	345	547	429	739	-66	-261	-506
Venezuela	2 171	1 903	-1 769	-4 897	-5 854	-7 711	-8 433	-5 549

Fuente: Cálculos basados en la serie de balance de pagos preparada por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aSuma de IED + P - U, en que IED corresponde a inversión extranjera directa neta, P a préstamos de corto y mediano plazo (menos amortización) y U a remesas de utilidades de la inversión extranjera directa y pagos brutos de intereses por concepto de deuda externa. Es análogo a la columna 8 del cuadro 2.

Mírese como se mire, es considerable el saldo negativo de recursos de América Latina con sus acreedores y con inversionistas extranjeros. Se estima que, en promedio, equivalió a aproximadamente 5% del PIB de la región y a 30% de sus ingresos por concepto de exportación durante el período 1982-1985. Además, el saldo negativo acumulado durante esos cuatro años (ascendente a 139 000 millones de dólares) duplica con creces el balance positivo acumulado durante los once años precedentes (cuadro 2).

El balance negativo de dichas transacciones de capital sirve como una aproximación a la demanda efectiva de una transferencia de recursos de los países deudores por parte del conjunto de los acreedores extranjeros. Los deudores latinoamericanos, en gran medida, no responden voluntariamente a tal exigencia. Esta circunstancia invita a la comparación con dos famosos casos históricos de transferencia por reparaciones de guerra: Francia en la década de 1880, tras la guerra franco-prusiana, y los pagos de Alemania a las naciones victoriosas des-

pues de la primera guerra mundial (cuadro 4).⁵ Cabe observar aquí que la magnitud de la demanda de transferencia es considerable, en términos del ingreso y de las exportaciones de las naciones deudoras latinoamericanas: es aproximadamente el doble de los pagos exigidos a Alemania, y casi comparable con los de Francia. Más allá del promedio regional, puede observarse que los países latinoamericanos que deben enfrentar demandas relativamente elevadas de transferencia son Argentina, Brasil (en términos de exportaciones), Costa Rica (en términos de ingreso), México y Venezuela. Además, con la excepción de Costa Rica, los países que enfrentan mayores exigencias relativas de transferencia son los que están proporcionalmente más endeudados con los bancos privados.

Aunque la demanda efectiva de transferencia de todos los acreedores de América Latina en la década actual en general no se compara favorable-

del gobierno de entonces. Cuando en 1982 estalló la crisis en América Latina, Colombia fue alcanzada por las externalidades negativas de los problemas de pago en los países vecinos, y se le hizo muy difícil acceder a nuevos créditos. No obstante, es el único deudor importante de América Latina que no ha tenido que recurrir a la reprogramación de sus obligaciones externas.

⁵Naturalmente las reparaciones de guerra son esencialmente diferentes del servicio de la deuda. Las deudas se contraen voluntariamente, mientras que las reparaciones de guerra son impuestas. En teoría, las deudas deberían generar un rendimiento del capital que posibilitara su servicio, lo que no existe en las reparaciones de guerra. Sin embargo, si el rendimiento *ex post* del capital no basta para el servicio de la deuda—como sucede en el caso de la mayoría de los países latinoamericanos—la insistencia de los acreedores en el pago efectivo representa un tipo de prenda sobre la economía que, en términos de sus efectos, no es totalmente diferente a la exigencia de reparaciones de guerra.

mente con la transferencia exigida a las naciones derrotadas en la guerra, la comparación con el peso real de los pagos es al parecer aún más desfavorable. El peso real depende en parte de hasta qué punto la transferencia exigida puede financiarse con otras fuentes de divisas. Por ejemplo, entre 1925 y 1928 Alemania recibió préstamos extranjeros que superaban con creces las necesidades de pagos por reparaciones de guerra. Sólo entre 1929 y 1932 tales pagos al exterior excedieron realmente la entrada de recursos disponibles mediante el endeudamiento externo. En el caso de América Latina, entre 1982 y 1985 pudo financiar parte de los pagos netos a los acreedores mediante una reducción de las reservas internacionales, un pequeño ingreso anual de donaciones, y aproximadamente 10 000 millones de dólares anuales (en promedio) provenientes de ganancias de intereses por depósitos y préstamos colocados en el exterior —aunque para la región en su conjunto este financiamiento se había visto en parte contrarrestado por el saldo negativo en la partida “errores y omisiones” del balance de pagos que en promedio fue de unos 3 000 millones de dólares anuales.

Si el financiamiento disponible de otras fuentes es mayor que la transferencia requerida, el país puede seguir manteniendo un déficit comercial y efectuando los pagos. En caso contrario, si la partida de otros ingresos es inferior a la transferencia requerida, los pagos sólo pueden efectuarse convirtiendo el déficit comercial en un excedente comercial. En otras palabras, y como ya se dijo, una transferencia efectiva real de recursos crea una tensión en las cuentas externas que se traduce en un exceso de exportaciones con respecto a las importaciones. Hemos visto, en el caso de Alemania, que ésta no tuvo que generar un excedente comercial hasta 1929. Francia mantuvo continuamente un excedente entre 1872 y 1875, mientras que América Latina ha tenido un excedente comercial desde el estallido de la crisis en 1982. Sin embargo, como se observa en el cuadro 5, el excedente comercial requerido en América Latina ha sido aproximadamente el doble del registrado en Francia y Alemania, medido como porcentaje del ingreso o de las exportaciones.

En el plano de los países latinoamericanos, puede advertirse en el mismo cuadro cómo se compara su excedente comercial con el de las dos naciones derrotadas en la guerra. Aquellos países que menos resisten una comparación con los dos casos

Cuadro 4

COMPARACION ENTRE EL SALDO NEGATIVO DE RECURSOS DE AMERICA LATINA RESPECTO DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS REGISTRADAS CON EL EXTERIOR, CON LAS REPARACIONES DE GUERRA DE ALEMANIA Y FRANCIA^a

(Porcentajes)

	Transferencias		Porcentaje de la deuda contraída con bancos privados (1985) ^d
	PIB ^b	Exportaciones ^c	
Alemania 1925-1932 ^e	2.5	13.4	...
Francia 1872-1875 ^f	5.6	30.0	...
América Latina			
1982-1985 ^g	5.3	32.5	65.0
Argentina	5.6	38.2	59.7
Brasil	3.3	28.9	75.4
Colombia	0.1	1.1	50.3
Costa Rica	6.3	16.7	20.4
Chile	4.8	21.7	70.2
Ecuador	3.8	16.5	70.8
México	7.4	40.0	76.2
Perú	1.7	9.4	40.6
Uruguay	0.4	1.7	39.8
Venezuela	11.7	42.3	76.4

Fuente: Para Alemania y Francia, cálculos basados en Machlup (1976, pp. 378-386) y Reisen (1986). Para América Latina cálculos basados en las series de datos sobre balance de pagos e ingreso nacional preparadas por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aDada la fecha de los datos sobre Alemania y Francia, tanto los datos como las respectivas comparaciones deben considerarse con la debida cautela y como estimaciones de magnitudes muy generales.

^bSe trata del ingreso nacional en los casos de Alemania y Francia, y de producto interno bruto en el caso de América Latina. Obsérvese que para las naciones deudoras el producto interno bruto es mayor que el ingreso nacional.

^cPara América Latina, bienes y servicios; para Alemania y Francia, probablemente sólo bienes.

^dLos datos sobre endeudamiento bancario provienen de las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales, en Basilea. Su sistema de información tiende a subestimar los activos de los bancos, por lo que esta columna puede subestimar el porcentaje respectivo de endeudamiento bancario en cada país.

^eReparaciones de guerra a las naciones victoriosas ascendientes a 10 720 millones de marcos y a pagos en especie especificados en el Tratado de Versalles, 1919.

^fReparaciones de guerra de cinco mil millones de francos como parte del tratado de paz de 1871, en Frankfurt, que puso término a la guerra franco-prusiana.

^gPagos netos al capital extranjero, calculados según la fórmula IED + P - U, en que IED es inversión extranjera directa, P préstamos de corto y mediano plazo menos amortización y U remesas de utilidades más pagos brutos de intereses por concepto de deuda externa.

Cuadro 5

**SUPERAVIT COMERCIAL ACUMULADO DE ALEMANIA, FRANCIA Y AMERICA LATINA
DURANTE PERIODOS DE TRANSFERENCIAS NO VOLUNTARIAS**
(Porcentajes)

	Como porcentaje del ingreso ^a		Como porcentaje de las exportaciones ^b		Aumento de reservas ^c
	Superávit comercial en bienes	Superávit comercial en bienes y servicios	Superávit comercial en bienes	Superávit comercial en bienes y servicios	Superávit comercial en bienes y servicios
Alemania 1925-1928	-	-	-	-	...
1929-1932	2.5	...	13.8	...	...
Francia 1872-1875	2.3	...	12.3	...	...
América Latina 1982-1985	4.3	3.5	31.1	21.4	4.0
Argentina	5.9	5.6	48.0	38.1	-
Brasil	3.7	2.7	34.6	22.9	17.0
Colombia	-2.2	-2.9	-25.0	-25.7	-
Costa Rica	-0.4	0.3	-1.5	0.8	...
Chile	2.6	0.8	14.3	3.7	-
Ecuador	6.6	4.5	32.2	19.7	-
México	7.0	7.3	46.8	39.3	2.0
Perú	2.3	1.2	15.8	6.8	60.6
Uruguay	4.6	2.9	24.0	11.4	-
Venezuela	11.2	7.2	43.3	26.0	12.3

Fuente: Véase el cuadro 4.

^aEn el caso de Alemania y Francia, el denominador es ingreso nacional, mientras que en el caso de América Latina es el PIB. Para un país en desarrollo, el PIB es normalmente mayor que el ingreso nacional. ^bEn la primera columna las exportaciones son medidas en bienes y en la segunda en bienes y servicios. ^cEl aumento de reservas es dividido por el superávit comercial. Nótese que el superávit comercial es un fiel representante de la transferencia cuando no hay una acumulación de reservas. Sólo en Perú se nota una acumulación muy grande de reservas.

Cuadro 6

**AMERICA LATINA: SUPERAVIT COMERCIAL DE BIENES Y SERVICIOS COMO PORCENTAJE
DE PAGOS NETOS DE FACTORES, 1982-1986^a**
(Porcentajes)

	1982	1983	1984	1985	1986 ^b	Promedio anual 1982-1986
América Latina	...	77	97	85	51	61
Argentina	53	59	59	83	51	61
Brasil	...	37	99	96	87	56
Colombia	...	...	...	...	64	...
Costa Rica	19	...	7	...	31	7
Chile	...	32	...	30	33	13
Ecuador	...	85	73	90	26	51
México	49	154	138	101	49	98
Perú	...	3	67	93	...	17
Uruguay	...	75	61	66	124	66
Venezuela	...	320	510	230	74	201

Fuente: Cálculos basados en datos de la serie de balance de pagos preparada por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aLos pagos de factores son pagos de intereses netos por concepto de deuda externa y remesas de utilidades de las inversiones extranjeras directas.

^bCifras muy preliminares.

de las reparaciones de guerra son Argentina, Brasil, Ecuador, México, Uruguay y Venezuela.⁶

Aunque es evidente que las transferencias de América Latina son extremadamente cuantiosas, en general siguen siendo inferiores a los pagos exigidos por concepto de intereses y de remesas de utilidades

⁶El excedente comercial, en la medida en que no hay una acumulación importante de reservas internacionales, brinda una visión exacta de la transferencia efectiva al exterior. La última columna del cuadro 5 revela que entre 1982 y 1985, en la región en su conjunto, no hubo una acumulación de reservas importante en relación al excedente comercial. Entre los diez países seleccio-

sobre el capital extranjero, aun sin contar con la amortización de la deuda (cuadro 6). Así, pese a transferirse grandes sumas a los acreedores, la deuda de la región no se ha reducido; en realidad, ha seguido creciendo, si bien a tasas muy inferiores a las registradas hasta 1982 (cuadro 1).

nados, sólo el Brasil, Venezuela y Perú emplearon una parte importante del excedente comercial para acumular reservas internacionales. Por ende, en estos tres casos el excedente comercial sobreestima la transferencia, pero en forma muy significativa sólo en el caso de Perú.

II

La magnitud de la tensión en la transferencia de recursos al exterior

Los casos de transferencias no voluntarias de recursos generalmente crean polémica. Las transferencias de Francia en el siglo pasado estuvieron rodeadas de violentos trastornos sociales y desquiciamientos económicos (Keynes 1929a, p. 406). Las transferencias que hizo Alemania tras la primera guerra mundial, aunque al parecer menos onerosas que las francesas, desataron un prolongado y famoso debate (véase Moggridge, 1983, pp. 451-480) sobre el "problema de la transferencia" y la mejor manera de abordarlo. La transferencia de América Latina es hoy el tema de acaloradas discusiones y ha creado disturbios sociales en varios países.

A grandes rasgos, las transferencias clásicas correspondientes a las reparaciones de guerra tienen dos etapas diferentes desde el punto de vista conceptual: primero, una presupuestaria, en que el gobierno debe obtener recursos de la ciudadanía mediante impuestos, y en segundo lugar, una etapa de transformación de esos recursos en divisas mediante la generación de un excedente comercial. Durante el gran debate de 1929 acerca del problema de la transferencia alemana, algunos economistas opinaban que, una vez resuelto el problema presupuestario, la fase de la transferencia se produciría en forma automática, debido al funcionamiento natural de las fuerzas del mercado, por lo que en la prác-

tica ni siquiera se trataría de una fase.⁷ En cambio, Keynes (1929b), sostenía que la transferencia automática no caería por su propio peso, y que una serie de factores internos y externos podían impedirlo. Keynes recalca además que no afirmaba la imposibilidad técnica de la transferencia, sino sólo que ésta podía ser "difícil desde el punto de vista político y humano" (Keynes 1929a, p. 405).

La transferencia de recursos de América Latina al exterior presenta ciertas claras analogías técnicas con los casos clásicos de las reparaciones de guerra. Por cierto que existe un problema presupuestario, ya que la mayor parte de la deuda externa fue contraída por el Estado; además, los bancos extranjeros, con medios cuestionables, presionaron a los gobiernos deudores para que avalaran *ex post* préstamos al sector privado, otorgados en un principio voluntariamente y sin ninguna garantía pública.⁸

⁷Véase Machlup (1976, pp. 396 a 416) para examinar el desarrollo de la argumentación.

⁸La insistencia en garantías *ex post* carece de justificación aun desde el punto de vista de los criterios económicos más aceptados. Los bancos presuntamente debieron haber evaluado el riesgo que implicaban los préstamos otorgados sin garantía pública a las entidades privadas y debieron haber cobrado las correspondientes primas, al autorizar el préstamo. Exigir una garantía estatal una vez que se materializa el riesgo es totalmente

Cuadro 7

AMERICA LATINA: ALGUNOS INDICADORES ECONOMICOS, 1980 Y 1985

(Como porcentajes del PIB)

	Ahorro interno		Inversión bruta		Consumo		Importaciones ^a		Pro memoria: 1982-1985 (promedio anual)
	1980	1985	1980	1985	1980	1985	1980	1985	Superávit comercial Ahorro interno
América Latina	22.4	23.2	23.7	15.8	79.2	77.7	14.6	9.1	15.6
Argentina	20.7	18.6	22.8	11.5	79.3	81.4	8.5	3.8	28.6
Brasil	20.2	22.4	22.6	16.1	79.8	77.4	11.1	6.1	12.9
Colombia	18.3	16.5	18.7	16.5	81.7	83.5	16.3	14.7	-21.7
Costa Rica	17.1	21.3	26.6	19.0	82.9	79.0	34.3	26.3	-1.4
Chile	17.2	22.1	21.0	12.2	82.1	77.9	25.5	15.3	4.5
Ecuador	25.6	29.5	26.2	16.9	74.4	70.5	24.9	16.3	16.7
México	26.9	27.7	28.2	19.8	73.1	72.3	13.8	8.3	26.3
Perú	22.2	20.7	18.3	9.1	77.8	79.3	20.0	14.2	6.0
Uruguay	11.3	16.6	17.4	8.0	88.8	83.9	21.3	12.4	18.1
Venezuela	28.6	28.9	24.8	16.3	67.1	73.0	25.5	17.0	26.8

Fuente: Cálculos basados en datos sobre cuentas nacionales y balances de pagos preparados por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aBienes y servicios.

El grueso de la transferencia ha tenido pues que provenir directa o indirectamente de los presupuestos gubernamentales. Reisen (1986, pp. 151 y 152) ha demostrado que la fase presupuestaria de América Latina en general no se cumplió durante el proceso de ajuste de 1982 a 1985 porque los gobiernos consideraron "imposible" poner en pleno vigor las políticas restrictivas exigidas en materia fiscal y crediticia. Los déficit emanados de la carga de la transferencia y de otros factores se financiaron, en consecuencia, mediante empréstitos del sistema bancario interno, trayendo consigo la inflación. Según dice textualmente Reisen, este dilema fiscal de los gobiernos deudores sólo sorprenderá a aquellos que no

arbitrario, a menos que los bancos hubieran estado dispuestos a pagarle al Estado garante una prima de seguro. Además, esta última tendría que haber sido altísima —en realidad, infinita en ciertos casos— porque muchas de las deudas del sector privado son sencillamente incobrables. En general, los bancos no han pagado primas por las garantías estatales, aunque se le otorgó una compensación simbólica al Gobierno de Chile en la tercera ronda de reprogramaciones de la deuda en 1985, cuando éste renovó a regañadientes su condición de aval de la deuda privada.

estén al tanto de la enorme carga presupuestaria que la transferencia significa.

Aparte del problema presupuestario, es sin embargo evidente que la fase de la transferencia como tal tampoco ha sido fácil. Las grandes transferencias ya mencionadas (vía excedentes comerciales) han absorbido una proporción muy considerable del ahorro interno de los prestatarios, y se han efectuado sobre todo a expensas de una reducción notoria de la inversión interna, los volúmenes de importación y el crecimiento económico (cuadros 7 y 8). Además, los elevados costos sociales de la depresión económica son sumamente perturbadores (Banco Mundial, 1986). Dicha dificultad para efectuar la transferencia se vincula tanto a factores internos como externos.

Los factores internos que entorpecieron un ajuste eficiente a la demanda externa de transferencias fueron examinados en detalle, como parte de una evaluación del proceso de ajuste de América Latina entre 1982 y 1986, por un estudio reciente (Bianchi, Devlin y Ramos, 1987). Si bien dicho estudio concluye que el esfuerzo interno por ajustarse ha sido considerable, sus autores estiman asimismo

Cuadro 8
**AMÉRICA LATINA: TASAS DE CRECIMIENTO
 PROMEDIO ANUAL REAL DE ALGUNOS
 INDICADORES, 1982-1985^a**

(Porcentajes)

	Inver- sión bruta	Con- sumo	Importa- ciones de bienes y servicios	PIB por habi- tante
América Latina	-7.7	0.3	-10.3	-1.7
Argentina	-12.7	-1.2	-15.7	-2.9
Brasil	-2.1	2.3	-9.1	0.8
Colombia	-3.5	2.4	-1.1	0.2
Costa Rica	5.7	1.0	1.5	-1.5
Chile	-3.5	-3.5	-13.5	-2.8
Ecuador	1.3	-0.9	-6.1	-0.7
México	-7.9	0.3	-9.2	-2.3
Perú	-19.5	-2.0	-12.5	-4.1
Uruguay	-18.4	-5.7	-15.4	-5.2
Venezuela	-3.2	-1.2	-8.7	-4.8

Fuente: Cálculos basados en datos de cuentas nacionales preparados por la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^a A precios constantes de 1980.

que los factores internos contribuyeron claramente a encarecer el ajuste económico necesario para efectuar la transferencia de recursos. Los principales factores internos citados son:

- El elevado nivel de la deuda externa en relación con las exportaciones (2.5 en 1981 comparado con 1.0 en Corea del Sur);
- El elevado porcentaje de la deuda contratada con tasas de interés flotantes (66% versus 33% para Corea del Sur);
- En el caso de algunos países, el uso ineficiente de los recursos prestados durante la década anterior,

que se refleja en elevadas relaciones capital-producto, proyectos fallidos, consumo suntuario y sobredimensión de los sectores militares;

- Los bajos niveles de las exportaciones en relación con el producto interno bruto (13% contra 38% en Corea del Sur), que daban escasa base para generar excedentes comerciales mediante el aumento de las ventas de productos nacionales al exterior;

- Una gran dependencia de las exportaciones de productos primarios (80% del total), cuyas elasticidades de oferta y demanda son relativamente bajas;

- Políticas internas de ajuste que, si bien solían impulsar las economías en la dirección correcta, adolecían a veces de incoherencia y falta de continuidad, debido a concepciones defectuosas o a burocracias estatales débiles e incapaces de ejecutar cabalmente las políticas que podrían haber reducido algunos de los costos del ajuste;

- Fuga de capitales, que aunque difícil de definir y cuantificar, aquejaba a muchos países, sobre todo México, Venezuela y Argentina.

Pese a estas limitaciones de la política interna, también es evidente que, para efectuar la transferencia, el medio externo era sumamente adverso. En efecto, Bianchi, Devlin y Ramos (1987) concluyen que la hostilidad del medio externo era la mayor y más generalizada dificultad del proceso de ajuste, y que frustraba los esfuerzos realizados por los países deudores por alcanzar un ajuste socialmente eficiente. El resto de la presente sección se concentrará, por lo tanto, en tales factores externos. Es más, al examinarlos con mayor detalle, podrá apreciarse que estuvieron en su mayoría relacionados directa e indirectamente con los acreedores y la política de sus gobiernos.

A. La insuficiencia y el elevado costo del financiamiento

1. El papel del financiamiento en el ajuste: teoría

Salvo en el caso de un país muy avanzado en su desarrollo, es dable suponer la conveniencia de evitar transferencias de recursos financieros al exterior. Al conservar tales recursos en el país, se podrían generar déficits comerciales, mantener la inversión por sobre el ahorro interno, y acelerar el crecimiento. Si hubiera que efectuar necesariamente una

transferencia prematura al exterior, el consiguiente ajuste debería ser lo más eficiente posible.

En términos sencillos, para que un proceso de ajuste sea socialmente eficiente, el excedente comercial necesario para efectuar las transferencias financieras tiene que obtenerse principalmente mediante un aumento del ahorro y de la producción de bienes comerciables —es decir, exportaciones y sustitutos de las importaciones— y no principalmente me-

dianter la reducción del gasto interno, del producto y por ende de las importaciones. Cuando "se produce" un superávit comercial, la absorción total de la nación será necesariamente menor que su producto, pues parte de lo que se produce debe destinarse a los acreedores externos; sin embargo, la actividad económica y el empleo se mantienen en buenas condiciones, y en teoría los niveles de vida podrían seguir mejorando. En cambio, cuando el superávit comercial "se crea" mediante la recesión económica, no sólo la absorción total es inferior al producto interno, sino que además la actividad económica, el empleo y los niveles de vida tienen que decaer a fin de extraer de la economía las divisas necesarias para el pago de la deuda.

El problema de un ajuste eficiente es que, para producir más bienes transables, los recursos deben reasignarse. Aprovechando la perspicacia de Keynes (1929b, p. 5), puede decirse que los economistas suelen concebir las economías como si fueran líquidas; en la práctica, sin embargo, en el corto plazo son más bien viscosas, pues presentan ciertas resistencias en cuanto a la reorientación del gasto interno y de la producción. Dichas resistencias se presentan incluso en las economías más desarrolladas (de allí el debate sobre la curva J respecto de la reducción del déficit comercial estadounidense), y suelen ser mucho mayores en economías más desarticuladas, como las de regiones en desarrollo (más aún si los recursos tomados en préstamo o prestados no se han invertido en forma adecuada). En otras palabras, un ajuste socialmente eficiente y basado principalmente en la producción de bienes comerciables tiene que ser necesariamente gradual, y más todavía mientras mayores sean el subdesarrollo y los problemas estructurales de una economía. El tratamiento de choque puede ser efectivo para un programa de estabilización eficiente, pero jamás puede ser compatible con un eficiente programa de ajuste (Bianchi, Devlin y Ramos, 1987), el que necesariamente está sujeto a la restricción del tiempo.

Mientras una economía esté reasignando recursos a la producción de bienes comerciables, suele necesitar considerables montos de financiamiento compensatorio. Es decir, el financiamiento inicial tendría que exceder el que podría obtenerse con facilidad de mercados privados; más adelante, cuando se afirmaran las políticas de ajuste y la producción de bienes comerciables (y hubiera un excedente comercial), tal financiamiento podría ser gradual-

mente retirado.⁹ El programa de ajuste no puede ser eficiente si no se dispone de adecuado financiamiento. A falta de éste, el ajuste se basará sobre todo en comprimir el gasto interno y la actividad económica, lo que a su vez conduce a la disminución de las importaciones, el comercio y los déficits en cuenta corriente.

Las transferencias al exterior de recursos que se extraen de la economía mediante el ajuste recesivo, por lo general perversas, lo son particularmente en el caso de los países en desarrollo, donde el costo de oportunidad del ingreso perdido es tal vez mayor que en países ricos y desarrollados. Este tipo de ajuste es de carácter negativo porque debilita innecesariamente al país deudor y a su capacidad productiva: la recesión profunda y prolongada consume en forma indiscriminada no sólo la "grasa" de la economía sino también su "músculo" productivo. Los recursos nacionales con que podría contarse para producir bienes comerciables y generar un superávit comercial se desaprovechan, por cuanto la escasez de divisas bloquea la adquisición de insumos importados que necesitan. Además, el ajuste recesivo perjudica el crecimiento del ahorro y la inversión (también en capital humano) que son indispensables para una verdadera reestructuración económica que se base en la producción de nuevos tipos de bienes comerciables, y para una mejor competitividad internacional mediante mayor productividad y no mediante caída del salario real. En una economía estancada o en contracción, el pago de la deuda exacerba asimismo la tensión entre acreedor y deudor, que se produce inevitablemente cuando una cuenta comercial es presionada por las necesidades de pago de factores.

En suma, el carácter perverso de las transferencias basadas en el ajuste recesivo radica en que el pago se hace a expensas de la capacidad productiva presente y futura del prestatario. Además, son especialmente nocivas cuando las circunstancias exigen una reestructuración importante de la estructura productiva de la economía del deudor, y no la mera expansión por una senda similar al estilo de producción existente. En cambio, si contaran con tiempo y un financiamiento adecuado, los deudores bien dispuestos eventualmente podrían generar eficiente-

⁹El aumento transitorio del financiamiento necesario para un ajuste expansivo se analiza con propiedad en Selowsky y Van der Tak (1986).

mente el superávit comercial necesario para pagar las deudas. Sólo una perspectiva muy miope puede dejar de advertir que esta última es una solución más satisfactoria tanto para el acreedor como para el deudor.

2. *El financiamiento externo en la práctica: la retirada procíclica de los acreedores*

Acabamos de observar que un ajuste socialmente eficiente exige contar con un adecuado financiamiento. En el caso de América Latina, había argumentos aún más poderosos para financiar el proceso de ajuste, pues el diagnóstico más aceptado en el Norte era que la crisis era de falta de liquidez, y no de insolvencia (Cline, 1984a; Sprinkel, 1984). Si América Latina tenía efectivamente un problema de falta de liquidez al comienzo de la crisis, el financiamiento de un problema de ajuste regional sistémico era el curso más sensato también para los acreedores: sin una masa crítica de financiamiento externo se corría el grave riesgo de generar un círculo vicioso de recesión y expectativas negativas que podría transformar una iliquidez inicial en una insolvencia.

Lamentablemente, ahora ese riesgo es más grande que nunca. El financiamiento para el ajuste fue extremadamente escaso, incluso según criterios or-

todoxos. Estos últimos son relativamente restrictivos para financiar el ajuste: sólo los déficit debidos a circunstancias adversas transitorias merecen financiamiento, mientras los de causas más permanentes tienen que someterse al ajuste. Sin embargo, un estudio reciente realizado por Ground (1986, p. 78) ha demostrado que durante 1982-1985 el financiamiento externo sólo cubrió 37%, 25%, 36% y 16% de los respectivos componentes anuales aparentemente transitorios de los déficit de los países no exportadores de petróleo. El efecto de este subfinanciamiento fue un masivo "sobreajuste".

Como puede observarse en el cuadro 9, la combinación de rigideces internas normales y de un financiamiento externo anormalmente bajo significó que el ajuste en los dos primeros años se basó desproporcionadamente en una caída casi libre de los volúmenes de importación, con los consiguientes efectos negativos para el crecimiento económico. En el bienio siguiente los volúmenes de las exportaciones en general mejoraron, mientras que los volúmenes de importación redujeron la velocidad de su caída, o incluso aumentaron. Esta circunstancia, junto con el reinicio del crecimiento del PIB (aunque en forma sumamente modesta) condujo a algunos a concluir que el problema de la deuda finalmente comenzaba a resolverse por sí solo. Sin embargo, en 1986 la fatiga del ajuste en los países deudores contri-

Cuadro 9

AMERICA LATINA: TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS VOLUMENES DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES^a

(Porcentajes)

	1982-1983 ^b		1984-1985 ^b		1986 ^b		1982-1986 ^b	
	Expor- taciones	Impor- taciones	Expor- taciones	Impor- taciones	Expor- taciones	Impor- taciones	Expor- taciones	Impor- taciones
América Latina	4.4	-21.7	4.5	4.7	-2.5	7.1	3.1	-5.4
Argentina	5.8	-25.4	3.4	-4.8	-5.9	14.3	2.5	-9.2
Brasil	5.1	-13.7	10.3	-3.3	-7.6	26.0	4.6	-1.6
Colombia	-4.1	1.9	15.7	-6.1	30.9	14.3	10.8	1.2
Costa Rica	-3.6	-2.7	4.4	6.7	-0.1	6.3	0.3	2.9
Chile	10.3	-27.0	6.2	2.5	5.4	11.6	7.7	-7.5
Ecuador	3.7	-22.9	14.4	3.7	4.0	20.8	8.0	-3.5
México	19.1	-39.2	2.0	22.8	-14.1	-12.6	5.6	-1.2
Perú	1.3	-11.4	9.6	-12.2	-5.3	30.7	3.3	-3.3
Uruguay	4.3	-30.0	-12.4	-5.7	34.4	25.4	3.6	-9.2
Venezuela	-7.8	-18.0	-1.4	12.7	13.9	1.8	-0.9	-1.8

Fuente: Cálculos basados en datos de la División de Estadística y Análisis Cuantitativo de la CEPAL.

^aTasa anual promedio.

^bEstimaciones muy preliminares.

Cuadro 10

PRESTAMOS PENDIENTES DE BANCOS ESTADOUNIDENSES EN AMERICA LATINA

(Miles de millones de dólares)

	Junio 1982			Marzo 1986			Junio 1982/Marzo 1986		
	Nueve principales bancos	Otros bancos	Total	Nueve principales bancos	Otros bancos	Total	Nueve principales bancos	Otros bancos	Total ^a
América Latina	49.1	33.4	82.5	52.2	28.4	80.6	6.3	-15.0	-2.3
Argentina	5.6	3.2	8.8	6.0	2.5	8.5	7.1	-21.9	-3.4
Brasil	12.3	8.2	20.5	16.0	7.7	23.7	30.1	-6.1	15.6
Colombia	2.0	1.0	3.0	1.6	0.7	2.3	-20.0	-30.0	-23.3
Costa Rica	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2	0.4	-	-	-
Chile	3.3	2.8	6.1	4.0	2.3	6.3	21.2	-17.9	3.3
Ecuador	1.3	0.9	2.2	1.2	0.8	2.0	-7.7	-11.1	-9.1
México	13.6	11.6	25.2	13.8	10.4	24.2	1.5	-10.3	-4.0
Perú	1.3	1.0	2.3	0.8	0.6	1.4	-38.5	-40.0	-39.0
Uruguay	0.4	0.3	0.7	-	-	-	-	-	-
Venezuela	7.2	3.5	10.7	6.9	2.8	9.7	-4.2	-20.0	-9.3

Fuente: Cálculos basados en U.S. Federal Financial Institutions Examination Council (1982 y 1986).

buyó a un decisivo movimiento ascendente en los volúmenes de importación; si bien se estimuló así un modesto crecimiento económico, los volúmenes de exportación no lograron mantener el ritmo establecido en 1984 y 1985. Este curso errático determinó que, tras cinco años de arduo ajuste, el PIB por habitante siguiera siendo inferior a los niveles de 1980 para la mayoría de los países. Tal como se destacó en un informe reciente de la CEPAL (1986a, pp. 7 a 8), además, a fines de 1986 la mayoría de los indicadores del peso de la deuda en la mayor parte de los países (deuda/exportaciones; pago de intereses/exportaciones, etc.) eran tan malos como al comienzo de la crisis, cuando no peores.

El primero de los factores que influyen en la escasez del financiamiento es la retirada procíclica de los acreedores privados de la región. Como se observa en el cuadro 2, el monto registrado de los préstamos de mediano y largo plazo otorgados a América Latina disminuyó de un promedio de 25 000 millones de dólares anuales en 1978-1981 a sólo 14 000 millones anuales en 1983-1985. La contracción de casi 50% obedeció sobre todo a la retirada de los bancos privados. Los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI) (1983) revelan que los bancos habían expandido sus activos en la región a una tasa promedio de 26% anual entre mediados de 1978 y mediados de 1982. Sin embargo, al estallar la crisis en agosto de este último año, los préstamos se desplomaron: los mismos datos del BPI (1985, y

1986abc) indican que los activos de los bancos en la región sólo se elevaron 4% en 1983, 2% en 1984 y 3% en 1985. Además, la información preliminar correspondiente a 1986 sugiere que los activos no sólo no crecieron, sino que tal vez bajaron en términos absolutos.

El examen de la banca estadounidense, donde hay relativamente mayor franqueza respecto de la información, ilustra la naturaleza de la retirada de los bancos. Puede observarse que durante el período entre junio de 1982 y marzo de 1986, los bancos estadounidenses en realidad redujeron en 2% sus compromisos netos totales en América Latina. Se trata del efecto neto de una expansión de 6% por parte de los nueve principales bancos del país, sumada a una contracción de 15% en los compromisos netos de las restantes instituciones pequeñas y medianas (cuadro 10). En el plano de cada uno de los países, durante los últimos cuatro años sólo el Brasil ha experimentado una expansión significativa de la concesión neta de préstamos por parte de instituciones estadounidenses (16%), con una modesta tasa media anual de 4%.

Los comportamientos diferentes de los bancos estadounidenses reflejan sus contrapuestos intereses. Los grandes bancos tienen sumas cuantiosas comprometidas en América Latina en relación con su capital, lo que los inclina a prestar para refinanciar parcialmente los pagos de intereses a fin de evitar incumplimientos. La mayoría de los demás

acreedores tienen compromisos mucho menores en la región y, por ende, podrían y querrían retirarse en la primera oportunidad que se les presentara.¹⁰

Este conflicto de intereses, general en el sistema bancario mundial, pudo suavizarse y con ello evitarse un colapso incluso más grave de la concesión de préstamos, gracias a la política imaginativa del FMI y de su entonces Director Ejecutivo, J. de Larosière. A fin de evitar el pánico generalizado entre los bancos, y el consiguiente incumplimiento masivo de los deudores, el FMI comenzó a actuar a mediados de 1982 como "catalizador" de los fondos privados, condicionando su disposición a vigilar los programas de emergencia en los países deudores a un compromiso *ex ante* de parte de los bancos de apoyar dichos programas con cantidades específicas de nuevos créditos, denominados préstamos no voluntarios. En la fórmula original se pedía que los bancos expandieran su cartera en 7% anual —lo que en la primera ronda de reprogramaciones en 1982/1983 habría permitido refinanciar aproximadamente la mitad de los pagos de intereses a dichas instituciones.¹¹ Esto, junto con la concesión de préstamos del FMI, y por parte de los bancos, la reprogramación de la amortización y el mantenimiento de las líneas de crédito de corto plazo constituyó el aporte de los acreedores al proceso de ajuste de los deudores.¹²

Los nuevos préstamos forzosos de los bancos totalizaron unos 14 000 millones de dólares durante la primera ronda de las actividades de reprogramación. Sin embargo, ya se ha dicho que la expansión real de la cartera de los bancos fue inferior a 7%, por cuanto muchos de ellos pudieron deshacerse de otros tipos de préstamo sobre todo las líneas de crédito de corto plazo. Asimismo, se ha observado que en las rondas subsiguientes de reprogramación los préstamos de los bancos han sido muy inferiores a la fórmula original de 7%, hasta paralizarse por completo en 1986.

En suma, los arreglos innovadores para la concesión de préstamos bancarios no voluntarios *con*

reprogramación de la amortización lograron efectivamente impedir incumplimientos, grandes pérdidas para los bancos y alteraciones en los mercados financieros mundiales. Sin embargo, su éxito fue muy inferior en cuanto a apoyar un ajuste eficiente en los países deudores.

El segundo factor principal en la escasez de financiamiento fue que los gobiernos y las instituciones oficiales de crédito no pudieron llenar el vacío dejado por el retiro de los bancos. El comportamiento procíclico de los bancos privados durante la crisis no debería haber extrañado a nadie, pues el capital privado suele comportarse en esa forma. En efecto, las instituciones oficiales de crédito de Bretton Woods se crearon en parte para contrarrestar tal tendencia procíclica del capital privado, y proporcionar así mayor estabilidad a la economía mundial. Sin embargo, durante las décadas de 1960 y 1970 las autoridades de los países de la OCDE presidieron una hiperexpansión del componente procíclico del sistema financiero mundial (bancos privados), y una concomitante atrofia de sus componentes anticíclicos —como se aprecia en las cuotas del FMI, que al comienzo de la crisis equivalían a 4% del valor anual del comercio mundial, cuando alcanzaban 10% en 1970 (Cline, 1984b, p. 124). La debilidad estructural del sistema financiero mundial queda en claro en el hecho siguiente: entre 1981 y 1983 los préstamos netos de los bancos comerciales a los países en desarrollo no petroleros del mundo disminuyeron de 51 000 millones de dólares en 1981 a sólo 17 000 millones de dólares en 1983, mientras que en igual período el FMI sólo pudo aumentar sus préstamos de 6 000 a 10 000 millones de dólares (Feinberg, 1985, p. 29). En líneas generales, las transferencias netas a América Latina de ambas instituciones de Bretton Woods han sido mínimas tras la retirada de los bancos. No obstante, lo que es más increíble es que en 1986 el FMI pasó a ser receptor neto de recursos de la región (cuadro 11).

El tercer factor que influyó en la escasez de financiamiento fue la ya mencionada fuga de capitales. El efecto del financiamiento otorgado solía diluirse en parte debido a la simultánea salida de capital privado a los centros financieros del Norte. (Esta era voluntaria a nivel privado y presumiblemente no voluntaria en el plano público.) La existencia de la fuga de capitales perjudicaba claramente la legitimidad de la concesión de nuevos préstamos a la región.

¹⁰Al comienzo de la crisis, los préstamos de los bancos estadounidenses a América Latina representaban un 130% de su capital; sin embargo, para los nueve bancos principales la cifra era de 181%. Datos de Morgan Guaranty Trust Co. (1984, p. 4) y Banco de Pagos Internacionales (1986d, p. 2).

¹¹Para un análisis más detallado de los ejercicios de reprogramación, véase CEPAL (1985, pp. 47 a 98); Brau y otros (1983) y Dillion (1985).

¹²Para un análisis más acabado sobre la relación entre el FMI y los bancos, véase CEPAL (1985), pp. 76-77 y pp. 85-86.

Cuadro 11

AMÉRICA LATINA: TRANSFERENCIAS NETAS DEL FMI Y DEL BANCO MUNDIAL^a

(Miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
FMI	... ^b	0.3 ^b	1.9 ^b	6.9 ^b	3.2	0.5	-1.0
Banco mundial ^c	...	...	0.6	0.6	1.1	1.2	0.2

Fuente: Richard Feinberg y Edmar Bacha, "When Supply and Demand Don't Intersect: Latin America and the Bretton Woods Institutions in the 1980s." Ponencia ante un seminario sobre la economía mundial y el desarrollo latinoamericano, auspiciado por el SELA, en Caracas, Venezuela, en mayo de 1987.

^aSaldo de desembolsos netos y pagos por conceptos de intereses.

^bSólo desembolsos netos.

^cAño fiscal.

Resulta indudable que la fuga de capitales es fundamentalmente atribuible a la dinámica interna de los países deudores. No obstante, ciertos factores externos evidentemente complicaron el problema. Por una parte, la retirada masiva procíclica de los acreedores privados, y el consiguiente colapso de la actividad económica en los países deudores, tuvieron caracteres desestabilizadores y no sólo agravaron, sino que validaron las expectativas pesimistas del capital privado interno. Además, como lo señaló Carlos Díaz-Alejandro (1984, pp. 377 a 380), muchos bancos extranjeros privados e instituciones financieras fueron cómplices de la fuga de capitales, ya que las presiones competitivas los inducían a tratar de captar depósitos de los agentes económicos privados de la región.

3. El costo del crédito

El proceso de ajuste se vio obstaculizado también por el altísimo costo del crédito. En esto influyó decisivamente la política monetaria restrictiva en la OCDE, que contribuyó a elevar a niveles sin precedentes las tasas de interés mundiales (que se aplicaban a la deuda latinoamericana pactada a tasas flotantes), incidiendo a la vez en la necesidad de ajustarse y en los altos costos del proceso, dada la rigidez teórica de los pagos por factores. En el cuadro 12 se observan los niveles sin precedentes alcanzados por la LIBOR en la década de 1980. Su máximo fue de 16.5% en promedio en 1981, en el período 1982-1985, de 10.7%, y en 1986 de 6.7%. A fines de este último año, la LIBOR osciló alrededor de 6%, su nivel más bajo desde 1977. A fin de cuentas, entonces, la LIBOR tendió a declinar durante el período de ajuste.

Cualquier reducción de la tasa representaba un ahorro notable para la región. En los últimos años, la caída de un punto en la LIBOR representaba un ahorro aproximado de 2 500 millones de dólares en pagos de intereses (CEPAL, 1986b, p. 10). Las tasas de interés en disminución, junto con el creciente aumento de la deuda, tuvieron el siguiente efecto neto en los pagos de intereses de la región (salvo Panamá), expresados en miles de millones de dólares: 1981 (32); 1982 (41); 1983 (36); 1984 (39); 1985 (37); y 1986 (32).

Aunque las tasas nominales disminuyeron, y en definitiva llegaron a un nivel bastante razonable en 1986 (6%), las tasas reales siguieron persistentemente elevadas. La LIBOR real, medida según la tasa de inflación de los países industriales, dio un promedio de 5% en 1982-1986. Dicha tasa es muy superior a la tasa real entre 1971 y 1980 que fue nula en promedio y a la tasa histórica de largo plazo, de alrededor de 2%.

La historia, sin embargo, no se agota allí. La carga de los pagos de intereses depende además del valor en dólares de las exportaciones de los deudores. Al caer dicho valor, cada dólar que se paga en intereses cuesta más en términos de ventas del país en el exterior. Los precios de las exportaciones de América Latina disminuyeron en general, durante el período de ajuste. En consecuencia, desde la perspectiva de los deudores, la tasa de interés real anual promedio fue extraordinariamente elevada: 17% entre 1982 y 1986. La cifra debe compararse con un promedio de -4% durante el período 1971-1980, en que se contrajo la mayor parte de la deuda externa de la región (cuadro 12).

Los bancos privados, por su parte, agravaron el problema del costo del crédito subiendo sus máx-

Cuadro 12

TASAS INTERNACIONALES DE INTERES, NOMINALES Y REALES

(Porcentajes)

	LIBOR nominal ^a	Precios al consumidor en países industrializados	Variación porcentual del precio unitario de las exportaciones latinoamericanas	LIBOR real (1)/(2)	LIBOR real (1)/(3)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1970	8.47	5.6	8.1	2.7	0.3
1971	6.79	5.2	1.9	1.5	4.8
1972	5.41	4.7	9.2	0.7	-3.5
1973	9.31	7.7	33.0	1.5	-17.8
1974	11.20	13.3	57.5	-1.9	-29.4
1975	7.61	11.1	-5.7	-3.1	14.1
1976	6.12	8.3	8.1	-2.0	-1.8
1977	6.42	8.4	10.6	-1.8	-3.8
1978	8.33	7.2	-3.7	1.1	12.5
1979	11.99	9.2	21.0	2.6	-7.4
1980	14.15	11.2	21.2	2.0	-5.8
1981	16.52	9.9	-2.8	6.0	19.9
1982	13.25	7.5	-11.2	5.3	27.5
1983	9.79	5.0	-6.5	4.6	17.4
1984	11.20	4.8	2.6	6.1	8.4
1985	8.64	4.2	0.6	4.3	9.3
1986	6.71	1.8	-12.7	4.8	22.2

Fuente: Cálculos basados en datos de Morgan Guaranty Trust, *World Financial Market*, FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, varios números.

^a 180 días.

genes y comisiones, y acortando los períodos de amortización de la deuda reprogramada y de nuevos créditos durante la primera ronda de reprogramación en 1982/1983. El costo negociado del crédito (basado en márgenes, períodos de amortización y comisiones) se elevó en la mayoría de los países deudores entre 100% y 250% (cuadro 13). Dicha alza —que tenía escasa o nula justificación económica (Devlin, 1985, pp. 74 a 89)— no fue al parecer cuestionada seriamente por el FMI. Tuvo por efecto incrementar la carga de la deuda en un momento ya de por sí crítico, e irritar a los deudores e incluso al Congreso estadounidense (OEA, 1984).

En subsiguientes rondas de reprogramación, los bancos privados redujeron el costo negociado del crédito ante posiciones negociadoras más firmes por parte de los deudores y ante críticas de sus propios países. Entre las concesiones otorgadas se cuentan reprogramaciones multianuales, menores márgenes, períodos de amortización más prolongados y renuncia a las comisiones. En la tercera ronda, las condi-

ciones negociadas ya se acercaban a las de antes de la crisis, y en algunos casos eran mejores. Si bien las concesiones fueron bien acogidas y útiles, se produjeron tardíamente en el proceso de ajuste y, en general, se quedaron cortas respecto de la realidad de la situación de muchos prestatarios. Es decir, si bien las concesiones de los bancos fueron importantes, las condiciones se mantuvieron en el plano de negociaciones comerciales, incluso cuando era evidente que varios prestatarios problemáticos sólo podrían lograr a la vez un ajuste eficiente y una reestructuración socioeconómica en condiciones de pago no comerciales.

4. La estructura del mercado¹³

La estructura del mercado perjudicó también a los deudores. Ya se ha dicho que los pagos de intereses en teoría eran un componente rígido del balance de

¹³Más detalles en Devlin (1985 y 1986).

Cuadro 13

**AMERICA LATINA: CONDICIONES DEL
ENDEUDAMIENTO CON LA BANCA
PRIVADA^{a,b}**

(Índice: 1980-junio 1981 = 100)

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

Fuente: Cálculos basados en datos de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

^aBasado en un índice de elementos negociables del costo del crédito. La fórmula es la siguiente:

$$\frac{\frac{C_1}{A_1} + M_1}{\left(\frac{C_0}{A_0} + M_0\right)} \times 100$$

En ella: C = comisiones; A = período de amortización; M = margen por sobre la LIBOR; 1 se refiere a las condiciones de las reprogramaciones respectivas; 0, a las condiciones normales del mercado de crédito de 1980 - junio de 1981.

^bDurante las reprogramaciones, los bancos frecuentemente obligaron al Estado a responsabilizarse de obligaciones sin garantía del sector privado. Esta condición adversa no se refleja en el índice.

pagos. En la práctica, sin embargo, dichos pagos han sido tradicionalmente flexibles, debido al mecanismo de los incumplimientos en un mercado competitivo: cuando la carga de la transferencia externa a los acreedores llega a ciertos niveles críticos, las naciones deudoras simplemente dejan de pagar. La historia financiera presenta una profusión de casos de incumplimiento por parte de países, muchos de ellos hoy acreedores.

El incumplimiento es un mecanismo eficaz para compartir riesgos. En teoría, los acreedores evalúan el riesgo de incumplimiento, y lo asumen cobrando al prestatario una prima especial de riesgo por los

préstamos y diversificando su cartera. En el caso de concretarse el riesgo, el banco debe afrontar las consecuencias; si el riesgo ha sido evaluado eficientemente, el acreedor está en situación de absorber las pérdidas. El incumplimiento, por cierto, libera temporalmente al deudor de efectuar pagos y puede ser una fuente importante de alivio, sobre todo si logra evitar costosas sanciones.

Durante la década de 1930 América Latina dejó de pagar su deuda externa debido a la caída vertical de sus ingresos de exportación durante la gran depresión. En 1935 los incumplimientos provocaron una gran disminución del valor de la deuda externa de los gobiernos -75%-, y dicha deuda pasó a transarse libremente en los mercados extranjeros, a valores de mercado. En efecto, algunos países pudieron recomprar su deuda a una fracción de su valor original (CEPAL, 1964, pp. 29 a 30).

Los incumplimientos tenían su costo, sobre todo en términos de perder acceso a nuevos créditos. Pero los países no sufrían sanciones, y la pérdida de nuevos créditos era menos dolorosa de lo que puede parecer a primera vista, dada la generalizada desorganización de los mercados financieros y su falta de disposición para otorgar préstamos a la región. Aunque los créditos otorgados a América Latina fueron en general rentables (CEPAL, 1964, p. 30 y Folkerts-Landau, 1985), sus utilidades disminuyeron a través del mecanismo del incumplimiento, que traspasó una parte importante del costo del ajuste a los poseedores de títulos de la deuda, favoreciendo así la evolución económica de América Latina (Díaz-Alejandro, 1985).

¿Por qué no se produjo algo similar en la década de 1980? En parte, la respuesta está en la estructura del mercado. En los años treinta la deuda de América Latina estaba en bonos, los que eran adquiridos en forma anónima por diversos agentes económicos, desde empresas hasta abuelitas. Dichos bonos se transaban en forma abierta y estaban sujetos a la competencia y a las condiciones del mercado. Ante un incumplimiento por parte de los países, los precios de los bonos automáticamente disminuían. Además, dado el carácter disperso y anónimo de los tenedores de bonos, les era difícil organizarse para imponer sanciones, o apelar a sus gobiernos para que lo hicieran.¹⁴

¹⁴Los tenedores de bonos organizaron consejos en Nueva York y Londres para proteger sus intereses, pero fueron en gran medida ineficaces (CEPAL 1964, pp. 27 a 32).

La deuda de esta década, en cambio, está en gran parte en manos de los bancos comerciales internacionales. El mercado bancario internacional es oligopólico; un número relativamente pequeño de grandes bancos acaparan la actividad crediticia. Los grandes bancos predominaban en el mercado interbancario de préstamos y en los consorcios crediticios, y otorgaron la mayor parte del crédito obtenido por la región. Al conocerse entre sí y comunicarse regularmente, les resultaba más fácil que a los tenedores de bonos coordinarse, y también conectarse políticamente con sus gobiernos. Además, en general sus préstamos no se transaban libremente en el mercado, sino que se mantenían en los balances.

Así, al estallar la crisis, los bancos estaban en condiciones de formar sin demora comités para coordinar su posición y negociar en bloque con cada prestatario. Es indudable que el comité de coordinación es un mecanismo con valor social en la medida en que evita un retiro desordenado por parte de los bancos y la aplicación de sanciones al azar; sin embargo, lamentablemente también ha servido en la práctica como un cartel. Como el cartel de acreedores insistía en el tratamiento caso por caso en las negociaciones, y los prestatarios lo aceptaban de buen grado, el poder del comité negociador frente a cada país podía ser enorme, más aún si era reforzado por la acción del FMI y de los bancos centrales de los gobiernos acreedores. Estos últimos ayudaban al comité de coordinación a persuadir a las instituciones crediticias pequeñas y medianas más reticentes a participar de una posición negociadora común frente al país deudor; también lo ayudaban a convencer a los prestatarios de aceptar un programa de ajuste ortodoxo y transferencias masivas al exterior. Mientras tanto, los préstamos bancarios quedaban al resguardo de las fuerzas del mercado, por cuanto su valor contable no dependía de este último; además, la transacción de dichos activos en el mercado secundario es aún incipiente, poco activa y de carácter muy personal.

De lo anterior se concluye que el moderno mercado bancario internacional puede ejercer fuerte control sobre deudores y activos, como lo muestra el hecho de haber evitado incumplimientos pese a que los coeficientes de servicio de la deuda pública/exportaciones en América Latina son superiores a 40%. En los años treinta hubo incumplimientos masivos con coeficientes equivalentes a la mitad de dicha cifra (CEPAL, 1964, p. 5 y BID, 1986, p. 28). Las

condiciones descritas explican asimismo un hecho anómalo: en medio de la crisis financiera más grave desde la década de 1930, los bancos en general han registrado utilidades considerables. (Salomon Brothers, 1983, 1984, 1985 y 1986). Las excepciones a esta regla, como el Bank of America, y el Continental Illinois (antes en bancarrota), han sido afectados por los malos rendimientos de los préstamos internos en los rubros de energía y agricultura, cuyos prestatarios están protegidos por las reglas del juego establecidas en el capítulo 11 de las leyes de quiebras de la nación. (Es lamentable que no exista una ley de esa índole para proteger a los prestatarios internacionales.)

En suma, la estructura del mercado, en conjunto con el enorme interés mostrado por los gobiernos de países acreedores en el buen funcionamiento de sus sistemas financieros, ha contribuido eficazmente a evitar incumplimientos y por consiguiente posibles sanciones a los deudores. Sin embargo, se ha hecho a costas de traspasar a sólo una de las partes (los países deudores de América Latina) el grueso del costo de un problema que es básicamente de ambas. A la luz de lo ocurrido hasta ahora durante la década, y de la casi irreversible reticencia de los mercados crediticios privados respecto de la concesión de préstamos voluntarios a América Latina, no es obvio en absoluto que los países deudores hubieran estado en peor situación si hubieran incurrido en incumplimientos conciliatorios de carácter total o parcial, y hubieran aceptado el riesgo de severas sanciones, las que, dicho sea de paso, parecen haber sido exageradas por algunos analistas del Norte (Kaletsky, 1985).

5. *Condicionalidad recesiva*

Otro factor adverso fue la condicionalidad impuesta por los acreedores. Este ha sido un tema de intenso debate durante muchos años; las críticas al respecto son tantas, que en aras de la brevedad puede remitirse al lector a otras fuentes (Dell y Lawrence 1980; Killick y otros, 1984; y Ground 1984). Sin embargo, cabe concordar con quienes sostienen que la condicionalidad imperante tiene un sesgo recesivo y que este hecho —perversamente congruente con el problema más fundamental del subfinanciamiento del proceso de ajuste— ha dificultado aún más la situación latinoamericana.

B. Condiciones comerciales adversas

El comportamiento de las economías de las naciones acreedoras influye también en la dificultad de los países deudores de realizar transferencias al exterior. Mientras más crezcan las economías centrales, y mayores sean las elasticidades en función del precio y del ingreso con respecto a las exportaciones de los países deudores, menos deberán las transferencias al exterior "extraerse" de estos últimos, y más podrán "captarse" de una economía dinámica en expansión (Machlup, 1976, pp. 425-477). Este último proceso puede ser relativamente indoloro; el primero, mucho más difícil y lleno de tensiones.

Durante el período del ajuste latinoamericano, entre 1982 y 1986, las circunstancias externas fueron mucho menos favorables de lo esperado y por ende las transferencias al exterior se efectuaron relativamente más por el mencionado camino doloroso. En dichos años (con la excepción de 1984), el crecimiento económico de los países industrializados fue muy inferior a la tasa media anual de 3.5% del período 1968-1977. Igual cosa ocurrió con el volumen del comercio mundial, que se mantuvo muy por debajo de la cifra media anual de 7.9% registrada entre 1968 y 1977 (FMI, 1986, pp. 38 a 58). Además, las elevadas tasas de crecimiento de 4.8% (producto de la OCDE) y 8.6% (comercio mundial) correspondientes a 1984 fueron casi en su totalidad dependientes de la enorme expansión de una sola economía, la estadounidense. Esta última, tras su fuerte baja en 1982, fue la única de un gran país industrializado en crecer a una tasa igual o superior a su promedio de 1966-1978. El crecimiento fue excepcionalmente pronunciado en 1983-1984 (tasa media anual de 5.5%), y durante este período el déficit comercial del país se triplicó, llegando a 123 mil millones de dólares (*Economic Report of the President 1986*; pp. 254 y 370).

El hecho de que la economía estadounidense (principal mercado de exportación de la región) escapara a la tendencia general aminoró en América Latina los efectos de la lenta evolución de las economías industrializadas. El déficit comercial estadounidense absorbió el grueso de las exportaciones marginales de la región (sobre todo del Brasil) durante el proceso de ajuste (cuadro 14). También influyó en las tasas de crecimiento del PIB regional, que de negativas en 1982-1983 pasaron a ser modestamente positivas en 1984 (cuadro 1). Para algunos,

este hecho sugería una recuperación en marcha y la superación del problema de la deuda (Hector, 1985).

Pese a que la situación estadounidense facilitó en cierta medida la transferencia de recursos, la evolución de la economía mundial fue desusadamente lenta y el medio comercial global poco propicio. La desaceleración de la economía estadounidense en 1985 y 1986 agravó además la situación, como puede apreciarse en el cuadro 15.

La transferencia de recursos al exterior se hace más difícil de soportar si, al aumentar el volumen de las exportaciones, caen sus precios. La primera columna del cuadro 15 confirma que así ocurrió en casi todos los países: el incremento del valor de las exportaciones entre 1982 y 1986 fue sólo una fracción del aumento del volumen de éstas. Como cabría esperar, los más afectados son los exportadores de petróleo, pero también otros países, como Argentina, Chile y Uruguay, vieron frustrarse gran parte de sus esfuerzos de exportación debido a la caída de los precios mundiales de sus productos. El caso de Brasil fue algo menos grave. Sólo Costa Rica y Colombia se eximieron de sufrir tal caída, sobre todo por la extraordinaria alza de los precios del café en 1986. Esto último, por cierto, también favoreció al Brasil.

En la segunda columna del cuadro se advierte también que, para la mayoría de los países, las devaluaciones reales durante 1982-1986 estuvieron vinculadas a un aumento más que proporcional del volumen de exportaciones. Sin embargo, en la relación correspondiente al valor de exportaciones sólo Colombia y Costa Rica superan y en forma modesta, un coeficiente de 100.

¿A qué se debe la persistente debilidad de los precios de exportación? Las respuestas definitivas requieren investigaciones más amplias, pero las hipótesis existentes son varias. Una se refiere a las elasticidades en función de los precios; si bien éstas podrían ser suficientemente altas cuando se trate de un solo exportador de productos primarios, para todos los productores, considerados en grupo, podrían reducirse apreciablemente. Al generalizarse el problema de la deuda en el mundo en desarrollo, la mayoría de los países deudores comenzaron a vender en condiciones de apremio económico a fin de alcanzar los excedentes comerciales exigidos por los programas de ajuste del FMI. Los productos primarios —que predominan en las exportaciones de la

Cuadro 14

**AMERICA LATINA: CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTANCIA
DEL MERCADO ESTADOUNIDENSE, 1982-1985**

(Millones de dólares)

	Exportaciones totales		Exportaciones a los Estados Unidos		Incrementos		
	1980-1981	1982-1985	1980-1981	1982-1985	2-1	4-3	6 / 5 ^a
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Promedios anuales						
Argentina	8 584	8 036	791	936	-548	145	...
Brasil	21 731	23 659	3 811	5 926	1 928	2 115	109.7
Colombia	3 451	3 248	881	1 004	-203	123	...
Costa Rica	995	946	329	345	-49	16	...
Chile	4 318	3 752	590	922	-566	332	...
Ecuador	2 508	2 184	895	1 395	-324	500	...
México	17 469	23 137	10 394	13 451	5 668	3 057	53.9
Perú	3 581	3 152	1 174	1 115	-429	-59	...
Uruguay	1 116	1 067	89	209	-49	120	...
Venezuela	11 632	15 583	5 229	5 404	-4 049	175	...

Fuente: Cálculos basados en datos del Fondo Monetario Internacional, *Direction of Trade*, varios números.

^aPorcentaje.

Cuadro 15

AMERICA LATINA: ALGUNOS INDICADORES COMERCIALES

(Coeficientes)

	1982-1986			1982-1985	1986	
	Incremento en el valor de las exportaciones	Incremento en el volumen de las exportaciones	Incremento en el valor de las exportaciones	Efecto del deterioro en los términos de intercambio	Pago neto de intereses	Pago neto de intereses
	Incremento en el volumen de las exportaciones	Incremento en el tipo de cambio real efectivo	Incremento en el tipo de cambio real efectivo	Pago neto de intereses	Valor corriente de las exportaciones	Valor corriente de las exportaciones a precios de 1980
América Latina	70.4	...	...	-72.6	35.1	24.2
Países exportadores de petróleo	53.9	...	...	-63.6	36.1	19.9
Países no exportadores de petróleo	85.5	...	...	-78.9	34.5	27.6
Argentina	68.5	77.9	54.1	-78.0	58.6	37.2
Brasil	86.7	111.7	97.4	-69.0	36.7	29.8
Colombia	118.1	111.5	131.9	-37.1	19.3	20.2
Costa Rica	106.7	113.6	134.5	-99.4	25.0	24.0
Chile	74.2	88.1	66.6	-93.6	39.4	25.2
Ecuador	55.1	93.0	51.2	-65.5	36.0	19.4
México	61.6	74.3	41.8	-74.9	47.5	26.6
Perú	67.2	116.4	77.9	-69.7	31.3	21.0
Uruguay	78.0	77.8	60.5	-122.1	27.4	20.3
Venezuela	47.6	94.5	45.0	-4.1	18.4	9.2

Fuente: Bianchi, Devlin y Ramos (1987), cuadro 11.

mayoría de los países en desarrollo— pueden ser en general más vulnerables que los bienes manufacturados a este tipo de competencia. Otro problema puede consistir en que el atractivo del uso de los sustitutos sintéticos aumentó en forma más rápida que la competitividad de las exportaciones de productos primarios de América Latina.

Aparte de los efectos negativos de la lentitud del crecimiento del ingreso en los países acreedores, las elasticidades-ingreso de los productos primarios pueden haber experimentado también una declinación secular. Suele observarse que la miniaturización, la conservación de la energía y la modificación de los hábitos de alimentación y bebida en países del Norte han afectado adversamente la proporción de productos primarios demandados por cada dólar de crecimiento del ingreso de los países industrializados. Mientras tanto, también se señalan el elevado valor del dólar y las altas tasas de interés real como causa parcial de los bajos precios de los productos básicos (The Amex Bank Review, 1986).

Otra forma de apreciar cómo las condiciones comerciales influyen negativamente sobre los esfuerzos por realizar transferencias al exterior consiste en examinar la relación de intercambio de la región, que incorpora los efectos de las variaciones de los precios de exportación y de importación. Durante el período 1982-1985, la pérdida de ingreso por cambios adversos en la relación de intercambio ha sido en general considerable. Además, como puede

observarse en el cuadro 15, la pérdida acumulativa en dólares fue equivalente a casi tres cuartas partes de los intereses netos pagados por la región. Para Costa Rica y Chile la pérdida fue aproximadamente equivalente al valor de los pagos de intereses netos; en Uruguay fue mucho mayor.

¿Qué hubiera ocurrido si los precios de exportación se hubieran mantenido mientras los países aumentaban el volumen de sus exportaciones para efectuar las transferencias? Las dos últimas columnas del cuadro 15 pueden ser sugerentes. Si las exportaciones de 1986 se valorizaran de acuerdo con los precios de 1980, el coeficiente pago de intereses netos/exportaciones bajaría bruscamente respecto de su elevado nivel de 1986: para la región, sería 24% en vez de 35%. Todos los países, salvo Colombia y Costa Rica (debido a los altos precios del café en 1986), mostrarían importantes disminuciones de sus coeficientes respectivos. Algunos países, como Ecuador, Perú y Uruguay, registrarían en esas circunstancias coeficientes que podrían considerarse aceptables. La cifra para Venezuela sería especialmente baja: 9%.

Por último, cabe mencionar el proteccionismo. Si bien el sistema del comercio mundial sigue siendo notablemente abierto a pesar del lento crecimiento del Norte y su elevado desempleo, algunos exportadores han debido soportar los embates del proteccionismo o bien amenazas en tal sentido (CEPAL, 1986c).

C. La inestabilidad de la economía mundial

Además de los factores ya indicados, que de una u otra forma se vinculan con variables de las políticas de los países acreedores, hay que admitir también que el manejo del ajuste ha sido sin duda extraordinariamente difícil debido a rasgos de gran irregularidad en la economía mundial. La primera alza de precios de la OPEP se consideró en general transitoria, pero demostró ser más permanente de lo que se había pensado en un principio. La segunda alza de precios se consideró en cambio permanente, pero ahora hay motivos para pensar que fue transitoria. El dólar ha experimentado fuertes altibajos durante un período de seis años. Las tasas internacionales de interés nominal se dispararon a comienzos de esta década. En 1982-1983, iniciaron un curso descen-

dente, no sin antes registrar un alza imprevista e inquietante en 1984. Además, se mantuvieron persistentemente elevadas en términos reales incluso después de un período prolongado de estabilidad en los precios de la economía mundial. Por su parte, la recuperación de la recesión mundial de 1981-1982 ha sido lenta e incierta y no se materializó la esperanza de un despegue sostenido de las economías de la OCDE en 1983-1984. En años posteriores, la evolución anual de los países industrializados ha sido decepcionante, y ha exigido con frecuencia modificar en sentido descendente las proyecciones de crecimiento mundial. Y, por cierto, cobra mucha importancia la cuestión del ajuste en el Norte: qué ritmo tendrá el ajuste de los Estados Unidos, Alemania occidental y

el Japón a sus respectivos déficit y excedentes comerciales, y qué efectos tendrá tal ajuste en América Latina.

Los altibajos de la economía mundial han incidido sin duda en el proceso de ajuste de los países deudores de la región. Si bien para muchos la fuerte

inestabilidad podría haber sido totalmente imprevista, algunos analistas con bastante anterioridad a la crisis habían advertido acerca de ciertos problemas estructurales en el sistema económico mundial, los que al menos sugerían la posibilidad de un camino difícil en el futuro.¹⁵

¹⁵El *Annual Report*, 1978 del BPI (1978, p. 8) insinuaba que la economía mundial había caído en una recesión del tipo Kondratieff. Mientras tanto, el premio Nobel W. Arthur Lewis (1980) sugería asimismo que la economía mundial se hallaba en un ciclo

descendente, pero más breve que el del tipo Kondratieff. En 1977 el economista alemán Ernest Mandel (1978) publicó por primera vez un trabajo acerca de la profunda crisis estructural de la economía occidental.

III

Observaciones finales y conclusiones

Cualquier monto de transferencia de recursos al exterior es técnicamente factible si los acreedores y sus gobiernos están dispuestos a ejercer suficiente presión política y económica sobre el país deudor. Sin embargo, como señalaba Keynes, las transferencias cuantiosas y prolongadas pueden ser difíciles de efectuar desde el punto de vista político y humano. Esta observación tiene aun mayor validez por cierto, si la transferencia se exige en una etapa prematura del desarrollo socioeconómico, o cuando un país está en estado de insolvencia económica. Además, los beneficios financieros que significa la transferencia para los países acreedores tienen que considerarse en relación con ciertos costos importantes.

Para el país deudor, una transferencia al exterior tiene un costo económico: absorbe ahorro interno que podría utilizarse para la inversión, impone restricciones al crecimiento de las importaciones y al consumo, y limita la expansión y la transformación socioeconómica de la economía. Tales costos pueden ser políticamente onerosos, en la medida que contribuyan a estancar o reducir los niveles de vida de la población del país deudor. Las transferencias basadas en economías deudoras deprimidas también pueden ser técnicamente contraproducentes, ya que los factores materiales y humanos de la producción se desaprovechan y se deterioran, y los problemas políticos pueden crear progresivos estrangulamientos en los procesos de producción. Los costos de una transferencia de recursos serán política y técnicamente más tolerables en la medida en

que ésta se produzca mediante una mayor producción para exportar y para sustituir importaciones. En este caso el costo de la transferencia de recursos no necesariamente tiene que pagarse en desaprovechamiento de recursos y en estancamiento de las condiciones de vida en el país deudor.

Para el país acreedor, la transferencia de recursos desde el país deudor permite que sus bancos prosperen a pesar de reducir o eliminar la expansión de los préstamos a los países afectados, con lo cual los bancos pueden redirigir su estrategia de cartera. Sin embargo, el país acreedor incurre también en costos importantes si la transferencia al exterior de los países deudores se hace a expensas de un crecimiento económico razonable. Entre estos costos se encuentra la pérdida de mercados de exportación (y por ende, la pérdida de empleos) por la lentitud del crecimiento en los países deudores y por las barreras que éstos, dada su escasa disponibilidad de divisas imponen a la importación; asimismo, la pérdida de utilidades sobre las inversiones directas de las compañías nacionales del país acreedor ubicadas en las deprimidas economías de los países deudores. También puede ser alto el precio político: al crecer el resentimiento interno en el país deudor, sus políticos y técnicos comprometidos con la reestructuración socioeconómica y con la integración internacional pueden perder autoridad ante el crecimiento de fuerzas políticas más inclinadas a desvincularse de los países acreedores, lo que puede traer consigo un incumplimiento parcial o total del servicio de la

deuda. Ante incumplimientos esporádicos, es evidente que los bancos sufren pérdidas sumamente impredecibles, los exportadores del país acreedor pierden más mercados y se desvanece la esperanza de promover una reestructuración socioeconómica eficiente en los países deudores, puesto que las economías van siendo empujadas por las circunstancias hacia una mentalidad de estado de sitio, y hacia un criterio excesivamente orientado hacia adentro.

Ya se ha señalado aquí que el ajuste en América Latina ha tenido un carácter recesivo y extremadamente oneroso para los deudores. Los costos aumentan ahora también para los acreedores. La pérdida de exportaciones y de cientos de miles de empleos en las naciones acreedoras a causa de la recesión en América Latina ha llegado ya a causar considerable alarma en ciertos círculos políticos del Norte, donde se cuestiona el acierto de la actual gestión del problema de la deuda por parte de los acreedores (JEC, 1986). Hay también preocupación por la posibilidad de que el problema de la deuda pueda minar las pragmáticas coaliciones políticas democráticas que surgieron originalmente de la crisis de la deuda y que se presentan como muy promisorias para la plena integración de América Latina al sistema democrático mundial (Bradley, 1986).

A estas alturas, debería quedar en claro que los elementos claves para una reestructuración socioeconómica de América Latina compatible con el servicio de la deuda son dos: i) los países deudores deben seguir procurando lograr economías más eficientes, con mayor competitividad internacional y más capaces de generar exportaciones y de sustituir importaciones; y ii) el clima externo debe prestar apoyo e incentivos a tales esfuerzos. Esto último exige a su vez un financiamiento externo adecuado, menores tasas internacionales de interés real y mayor impulso a la exportación en los países latinoamericanos, por la vía de mayor crecimiento de la producción y del comercio internacional de los países industrializados. Sin el componente ii), el i) será muy difícil de alcanzar; prácticamente todas las sociedades, al ver frustrados sus esfuerzos, se inclinarán más por estrategias alternativas que tomen menos en cuenta las actuales preocupaciones de cumplimiento del servicio de la deuda, eficiencia económica y mayor integración a la economía capitalista mundial y a su sistema político democrático.

En el corto plazo, la variable decisiva será probablemente el contar o no con montos adecuados de

nuevo financiamiento. Por una parte, la mayoría de los países ha mostrado ya su disposición de alterar su anterior patrón de desarrollo, y proceder al ajuste y a la reestructuración. Por otra, las altas tasas internacionales de interés y el escaso crecimiento de la OCDE reflejan la necesidad de ajustes internos en las economías del Norte, los que necesariamente demostrarán en producirse. Mientras más se dilate la solución del problema macroeconómico del Norte, mayores serán proporcionalmente las necesidades de nuevo financiamiento. Sin éste, el ajuste mundial será asimétrico, y se sesgará en perjuicio de los países deudores; podrían frustrarse así incluso los mejores esfuerzos de reestructuración económica.

En un plano más general, un ajuste socialmente eficiente y con reestructuración debe necesariamente ser dinámico y basarse en el crecimiento. Para lograrlo sería necesario un cambio de estrategia: la transferencia de recursos financieros al exterior tendría que "ajustarse" a la capacidad de pago de los países deudores, definida esta última en términos de niveles mínimos aceptables de inversión y ritmos adecuados de crecimiento económico. En otras palabras, la inversión y el crecimiento económico no pueden ya concebirse como subproductos en la estrategia de manejo de la deuda; por el contrario, deben ser metas explícitas a las que deben atenderse los demás parámetros, sobre todo la transferencia de recursos al exterior y el financiamiento.

De hecho, se ha reconocido progresivamente la necesidad de esta nueva estrategia—propuesta por la CEPAL (1982 y 1983) a comienzos de la crisis. El Plan Baker, anunciado en septiembre de 1985, toma plenamente en cuenta la necesidad de fomentar un ajuste con crecimiento. El reciente conjunto global de medidas financieras aplicadas en el caso de México dio forma concreta a los principios explícitos del Plan: de hecho, los parámetros tradicionales del ajuste económico se acomodaron a la necesidad de mantener una tasa de crecimiento de 3% en el país durante 1987.

El Plan Baker tiene, sin embargo, al menos cuatro deficiencias principales, que por razones de espacio se tratarán muy brevemente. En primer lugar, muchos analistas coinciden en señalar que el anunciado compromiso de 29 000 millones de dólares, durante tres años, para 15 países deudores en situación difícil, es muy inferior a lo que efectivamente se necesita para estimular un crecimiento anual adecuado (entre 5 y 6%). El Plan Baker ha despertado

esperanzas, pero esencialmente sigue basándose en el principio de extraer gran cantidad de recursos de América Latina a toda costa. Como lo ha demostrado Ffrench-Davis (1986, p. 11), la falta de financiamiento se reconoce implícitamente en las recientes proyecciones del FMI, que tienen entre sus supuestos estimaciones de grandes transferencias financieras provenientes de América Latina hasta los años iniciales del decenio de 1990.

En segundo lugar, el limitado financiamiento que ofrece dicho Plan depende en exceso de los bancos privados para obtener nuevos recursos, aunque sea en forma no voluntaria. Los bancos se han batido en retirada, evidentemente, y al aumentar sus reservas para cubrir pérdidas en los préstamos, se encuentran en mejor posición para resistirse a otorgar nuevos préstamos forzados para América Latina. La fragilidad de la iniciativa Baker fue puesta de relieve por la dificultad de conseguir la cooperación de los bancos en relación con las medidas financieras globales aplicadas en el caso de México. No existe pues otra alternativa que fortalecer la capacidad financiera de las instituciones oficiales de crédito y buscar forma de acelerar sus desembolsos.

En tercer lugar, el Plan Baker insiste en que los deudores en situación difícil sean tratados en términos comerciales, argumentando que en caso contrario perderían acceso al crédito privado futuro. Sin embargo, las condiciones comerciales para el endeudamiento no son aplicables a un deudor con síntomas de insolvencia. El mercado reconoce ya el problema: muchos préstamos de países latinoamericanos sufren grandes descuentos cuando se transan en una atmósfera de intercambio libre. Si bien los mercados secundarios aún no se desarrollan plenamente, por lo que sus valores no son del todo fidedignos, un descuento de más de un tercio del valor nominal no puede sino significar que el préstamo es difícil de recuperar. El efecto de establecer condiciones de pago comerciales para préstamos de un valor real inferior al comercial no será otro que promover coeficientes deuda/exportaciones y deuda/producto cada vez más altos. En tales circunstancias, y también debido a la dificultad de revertir la resistencia de los mercados privados de créditos respecto de América Latina, es en realidad muy escasa para muchos países la probabilidad de obtener préstamos privados de carácter voluntario por montos de importancia. Así, para los países con graves pro-

blemas de reestructuración, cuyo reacondicionamiento económico será necesariamente profundo y prolongado, no existe más opción que la condonación de deuda mediante tasas de interés no comerciales (márgenes negativos) y reducción del capital. Los bancos a veces condonan las deudas dentro de su propio país (a menudo con ayuda de sus gobiernos respectivos), y parece aconsejable extender esta práctica al ámbito internacional.

En cuarto lugar, la condicionalidad del Plan Baker se formula rígidamente en torno a nociones simplistas, como que los mercados libres han estado siempre al servicio del crecimiento; que la iniciativa privada es virtuosa, y viciosa en cambio la pública, y que los inversionistas extranjeros son sin duda alguna fuerzas que dinamizan el desarrollo. Si bien es cierto que un menor grado de escepticismo respecto de los mecanismos de mercado y de la iniciativa privada sería beneficioso para América Latina, las fórmulas globales de libre mercado actualmente en boga se basan más en la ideología que en la experiencia histórica (Hirschman, 1986). El desarrollo es un proceso complejo, donde cada país, pragmáticamente, ha de encontrar su propio camino; muchas veces, además, el éxito se obtiene mediante fórmulas que logran con imaginación apartarse transitoriamente de los principios del mercado, e implican importantes intervenciones estatales. El intento de hacer caber a todos los deudores en una fórmula simple y única presenta el riesgo de que muchos de ellos (por razones técnicas, políticas o de ambos tipos) prefieran evitar los programas de ajuste organizados en forma bilateral, donde deudor y acreedor procuren conjuntamente resolver un problema. Tal opción presenta desventajas para todos los interesados. Si bien es cierto que en ausencia de grandes sanciones explícitas un país deudor puede lograr que funcione su economía e incluso puede aumentar su crecimiento económico en un mundo bastante subóptimo, la meta de aumentar la eficiencia económica (ampliamente compartida en el Norte y en el Sur) se torna más problemática en ese caso debido a la capacidad del cartel de acreedores para aislar relativamente a los disidentes y marginarlos en forma significativa de los canales normales de financiamiento y de comercio.

En resumen, se necesita una solución concertada al problema de la deuda, con considerables aportes de todos los interesados. Los países deudores pueden comprometerse a una reestructura-

ción económica seria y de orientación pragmática, a cambio de compromisos serios de parte de los acreedores privados, y sobre todo de los gobiernos de sus respectivos países, en apoyo a la inversión y el crecimiento. Para aquellos países cuyas condiciones económicas son fundamentalmente sólidas, interesa tanto al deudor como al acreedor que el financiamiento se otorgue en condiciones comerciales. Para los que se enfrentan a la necesidad de una amplia y prolongada reestructuración económica, en cambio, es inevitable cierta medida de condonación de la deuda, la que resulta apropiada también, desde un punto de vista técnico, tanto para los bancos como para los prestatarios.

En círculos del Norte, siempre se plantean objeciones ante propuestas que apliquen criterios no comerciales a la gestión del problema del endeudamiento. Se argumenta que los bancos no pueden absorber el costo de la condonación de la deuda; que los contribuyentes de los países acreedores no tienen por qué asumir el costo del apoyo a los bancos y a los nuevos préstamos públicos, etc. (véase BPI, 1986e). Sin embargo, todo problema tiene su costo. La génesis del problema de la deuda implica la corresponsabilidad; sus costos, no obstante, han recaído en forma desproporcionada sobre los países deudores. Es evidente en el Norte la tendencia a postergar la solución del problema mientras los costos se absor-

ban en el exterior. Pero, como se ha puesto reiteradamente de manifiesto durante los últimos cinco años de manejo de la deuda —y más recientemente en el conjunto global de medidas financieras adoptado en el caso de México— la actitud negativa de los acreedores se vuelve rápidamente más constructiva en cuanto la carga de un endeudamiento amenaza traer consigo graves incumplimientos que traspasarían al país acreedor los costos del problema (Devlin, 1987).

Para 1987, la cuestión de la deuda se perfila como muy crítica, incluso tras cinco años de difícil ajuste en los países deudores. Tanto deudores como acreedores, además, se encuentran en estado de extrema fatiga. En ausencia de criterios nuevos y más equitativos, hay serios riesgos de que un mayor número de países se margine de los programas organizados de ajuste, de que haya más incumplimientos esporádicos y limitaciones unilaterales del servicio de la deuda, y de que las economías de los países deudores sean más ineficientes y más cerradas. Esta última solución es claramente subóptima y probablemente no represente la preferencia de muchos; sin embargo, será comprensible para numerosos países si los acreedores siguen dilatando una solución de amplio alcance para un problema sistémico y prolongado de endeudamiento en América Latina.

Referencias bibliográficas

- Avramovic, Dragoslav, y otros (1964): *Economic growth and external debt*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Balassa, Bela, y otros (1986): *Toward renewed economic growth in Latin America*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1986): *External debt of Latin American countries*. Washington, D.C., julio.
- Banco Mundial (1986): *Poverty in Latin America: The impact of the depression*. Washington, D.C.
- Banco de Pagos Internacionales (1978): *Forty eighth annual report*. Basilea, 12 de junio.
- _____ (1983): *The maturity distribution of international bank lending: first half 1983*. Basilea, diciembre.
- _____ (1985): *The maturity distribution of international bank lending: second half, 1984*. Basilea, julio.
- _____ (1986a): *The maturity distribution of international bank lending: second half, 1985*. Basilea, julio.
- _____ (1986b): *The maturity distribution of international bank lending: first half 1986*. Basilea, diciembre.
- _____ (1986c): *International banking and financial market developments*. Basilea, octubre.
- _____ (1986d): *Press Review*. Basilea, 4 de diciembre.
- _____ (1986e): Mr. Baker defends the U.S. strategy for LDC debt, *Press Review*. Basilea, 10 de diciembre, pp. 1 a 8.
- Bianchi, Andrés, Robert Devlin y Joseph Ramos (1987): The adjustment process in Latin America, 1981-1986. Documento presentado al "Symposium on Growth-Oriented Adjustment Programs", patrocinado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Washington, D.C., febrero.
- Bradley, Bill (1986): The debt crisis: Adjusting to the past or planning the future. Atlanta: Carter Center of Emory University, abril.
- Brau, E., y otros (1983): *Recent multilateral debt rescheduling with bank creditors*. Occasional Paper No. 25. Washington D.C., Fondo Monetario Internacional, diciembre.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1964): *El financiamiento externo de América Latina* (E/CN.12/64)

- Rev.1). Nueva York: Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 65.II.G.4.
- _____ (1979): *América Latina en el umbral de los años 80* (E/CEPAL/G.1106). Santiago de Chile.
- _____ (1982): *Balance preliminar de la economía latinoamericana durante 1982* (E/CEPAL/L.279). Santiago de Chile, diciembre.
- _____ (1983): *Síntesis preliminar de la economía latinoamericana durante 1983* (E/CEPAL/G.1279). Santiago de Chile, diciembre.
- _____ (1985): *External debt in Latin America: adjustment policies and renegotiation*. Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers.
- _____ (1986a): *Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1986* (LC/G.1454). Santiago de Chile.
- _____ (1986b): *Panorama económico de América Latina, 1986* (LC/G.1435). Santiago de Chile.
- _____ (1986c): *El proteccionismo de los países industrializados: estrategias regionales de negociación y defensa* (LC/G.1459). Santiago de Chile.
- _____ (1987): *Desarrollo de América Latina y el Caribe: escollos, requisitos y opciones* (LC/G.1440-P). Serie Cuadernos de la CEPAL, N° 55. Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.87.II.G.9, junio.
- Cline, William (1984a): International debt problems: the issue is illiquidity, not insolvency, *Challenge*, vol. 27, No. 3. Nueva York, julio-agosto, pp. 12-20.
- _____ (1984b): *International debt: systematic risk and policy response*. Institute for International Economics. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Dell, Sidney y Roger Lawrence (1980): *Balance of payments adjustment process in developing countries*. UNCTAD. Nueva York: Pergamon.
- Devlin, Robert (1985): *La deuda externa vs. el desarrollo económico: América Latina en la encrucijada*, Colección Estudios CIEPLAN, N° 17. Santiago de Chile, octubre, pp. 69 a 100.
- _____ (1986): *La estructura y comportamiento de la banca internacional en los años setenta y su impacto en la crisis de América Latina*, Colección Estudios CIEPLAN, N° 19. Santiago de Chile, junio, pp. 5 a 55. Aparecerá próximamente en inglés en *Cambridge Journal of Economics*.
- _____ (1987): Los procesos de reprogramación de la deuda externa latinoamericana 1982-1987: tendencias y perspectivas. Documento presentado al Seminario sobre la Economía Mundial y el Desarrollo Latinoamericano: Problemas y Perspectivas, patrocinado por el SELA en Caracas, mayo.
- Díaz-Alejandro, Carlos (1984): Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore, *Brookings papers on economic activity*, No. 2. Washington, D.C., pp. 335 a 403.
- _____ (1985): The early 1980s in Latin America: the 1930s one more time?. Documento presentado a la Reunión de Expertos sobre Crisis y Desarrollo de América Latina y el Caribe, CEPAL. Santiago de Chile, 23 de abril-3 de mayo.
- Dillion, K., y otros (1985): *Recent developments in external debt restructuring*. Occasional Paper No. 40. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, octubre.
- Economic report of the President* (1986): Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Feinberg, Richard y Edmar Bacha (1987): When supply and demand don't intersect: Latin America and the Bretton Woods institutions in the 1980s. Documento presentado al Seminario sobre la Economía Mundial y el Desarrollo Latinoamericano: Problemas y Perspectivas, patrocinado por el SELA en Caracas, mayo.
- Feinberg, Richard (1985): LDC debt and public sector rescue, *Challenge*, julio-agosto, pp. 27 a 34.
- Fishlow, Albert (1985): El estado de la ciencia económica en América Latina, *Progreso económico y social en América Latina*. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1986): *El financiamiento externo negativo: tendencias, consecuencias y opciones para América Latina*, Colección Estudios CIEPLAN, N° 20, diciembre, pp. 5 a 17.
- Folkerts-Landau, David (1985): The changing role of international bank lending in development finance, *Staffpapers*, vol. 32, No. 2. Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional, junio.
- Fondo Monetario Internacional (1986): *World economic outlook*. Washington, D.C., octubre.
- Ground, Richard Lynn (1984): Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional, *Revista de la CEPAL*, N° 23 (E/CEPAL/G.1311), agosto. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.4, pp. 47 a 84.
- _____ (1986): Origen y magnitud del ajuste recesivo de América Latina, *Revista de la CEPAL*, N° 30 (LC/G.1441), diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, pp. 73 a 90.
- Grupo de los Treinta (1982): *The risks of international lending*. Nueva York.
- Hector, Gary (1985): Third World debt: the bomb defused, *Fortune*, 18 de febrero, pp. 36-50.
- Hirschman, Albert (1986): *The political economy of Latin American development*. Princeton, New Jersey: The Institute for Advanced Study.
- _____ (1986): *External debt of Latin American countries*. Washington, D.C., julio.
- Joint Economic Committee of the U.S. Congress (1986): *Trade deficits, foreign debt and sagging growth*. Washington, D.C., septiembre.
- Kaletsky, Anatole (1985): *The costs of default*. Nueva York: Priority Press.
- Keynes, John Maynard (1929a): A reply by Mr. Keynes, *The economic journal*, septiembre, pp. 404 a 408.
- _____ (1929b): The German transfer problem, *The economic journal*, marzo, pp. 1 a 7.
- Killick, Tony, y otros (1984): The IMF: case for a change in emphasis, Richard Feinberg y Valeriana Kallab (comps.), *Adjustment crisis in the Third World*. Londres: Transaction Books, pp. 59 a 82.
- Lewis, W. Arthur (1980): The slowing down of the engine of growth, *American economic review*, vol. 70, No. 4, septiembre, pp. 555 a 564.
- Machlup, Fritz (1976): *International payments, debt and gold*. Nueva York: New York University Press.
- Mandel, Ernest (1978): *The second slump*. Londres: New Left Books.
- Moggridge, Donald (ed.) (1983): *The collected writings of John Maynard Keynes*, vol. XI. Londres: Macmillan.
- Morgan Guaranty Trust Co. (1983): *World financial market*. Nueva York, febrero.
- _____ (1984): *World financial market*. Nueva York, septiembre.
- Ohlin, Goran (1966): *Aid and indebtedness*. París: OCDE.
- Organización de los Estados Americanos (1984): Extracto de la

- Ley Pública del Congreso de los Estados Unidos titulado: Ley de Viviendas Nacionales y la Recuperación Internacional y Estabilidad Financiera. Washington, D.C., enero.
- Reisen, Helmut (1986): The Latin American transfer problem in historical perspective. Angus Maddison (comp.). *Latin America, the Caribbean and the OECD*. París: OECD Development Centre, pp. 148 a 154.
- Schumpeter, Joseph (1980): *The theory of economic development*. Londres: Oxford University Press.
- Selowsky, Marcelo y Herman van der Tak (1986): The debt problem and growth, *World development*, vol. 14, No. 9, pp. 1107 a 1124.
- Salomon Brothers (1983, 1984, 1985 y 1986): *A review of bank performance*. Nueva York (anual).
- Sprinkel, Beryl (1984): Grounds for increasing optimism, *Economic impact*, vol. 2, pp. 35 a 39.
- The Amex Bank Review* (1986): vol. 13, No. 7. Londres, julio.
- U.S. Federal Financial Institutions Examinations Council (1982): *Country exposure lending survey*. Washington, D.C., diciembre.
- _____ (1986): *Country exposure lending survey*. Washington, D.C., agosto.
- Wellons, P.A. (1976): *Borrowing by developing countries in the eurocurrency market*. París: OCDE.

La conversión de la deuda externa vista desde América Latina

*Eugenio Lahera**

La conversión de la deuda externa es un instrumento de política económica que desde el punto de vista de la economía regional presenta potencialidades tanto positivas como negativas. Entre las primeras se destacan la reducción del valor acumulado de la deuda y del pago de intereses; la mejoría de la situación financiera de las empresas; el retorno de capitales fugados, y la realización de inversión extranjera directa en sectores prioritarios. Las potencialidades adversas incluyen un efecto neto negativo sobre la balanza de pagos; incremento inflacionario debido a una mayor emisión; desnacionalización de la economía obtenida con capital subsidiado, y desplazamiento en la utilización de las divisas. En la mezcla final que resulta de la conversión inciden principalmente las modalidades con las que se aplica este instrumento.

La selección de esas modalidades debería estar orientada a satisfacer las prioridades económicas nacionales, las que no coinciden necesariamente con las de los grupos que impulsan la conversión. Existe un desencuentro, por ejemplo, entre los grandes bancos que buscan sobre todo reducir sus riesgos en la región, y los países que pretenden la reanudación de la afluencia de financiamiento externo neto. Lo mismo sucede entre empresas transnacionales que buscan realizar ganancias mediante la compra subsidiada de activos ya existentes, y los países que quieren inversión adicional en sectores productores de bienes transables. La conversión de la deuda externa es, por lo tanto, una técnica que, para ser correctamente utilizada, exige claridad de objetivos, y sintonía fina en su aplicación.

La conversión influye poco en la situación de la deuda externa regional. Quizás su mayor significación a este respecto es el reconocimiento por los bancos de que el valor actual de la deuda es distinto —e inferior— al oficial.

*Consultor de la CEPAL. Este artículo se basa en un estudio preparado por el autor para el Sistema Económico Latinoamericano (SELA) y se aprovechó en él la discusión sobre el tema del Taller de Economía Internacional de la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN). El autor agradece los comentarios de Robert Devlin, Nicolás Eyzaguirre, Alicia Frohmann, Roberto Zahler y los integrantes de la Unidad Conjunta CEPAL/CET de Empresas Transnacionales, lo que no los compromete con el contenido del presente artículo.

Introducción

El objetivo de este trabajo es analizar y evaluar las modalidades de conversión de la deuda externa de América Latina en capital accionario o en financiamiento de otras actividades en la región. Se pretende enfocar la situación desde el punto de vista de la economía latinoamericana. Adoptar este punto de vista supone no ahondar en otras apreciaciones como las de los bancos, los organismos multilaterales y los gobiernos de los países centrales. Se ha optado por este camino para abreviar el trabajo y lograr un análisis más centrado. Por lo demás abundan los estudios desde los demás puntos de vista.

La conversión de la deuda externa debe analizarse en el marco de la crisis del sector financiero externo de América Latina desde 1982. Desde ese año —y a diferencia de lo que ocurrió en la crisis de 1930— mantener el pago de los intereses de la deuda externa se convirtió, con algunas excepciones, en el nuevo consenso de la gestión macroeconómica regional. El consenso fue en cierta medida involuntario, impuesto por circunstancias externas: entre enero de 1983 y septiembre de 1986, un comité bancario coordinaba 93% de los compromisos de créditos bancarios de largo plazo para América Latina y éstos se lograban en el contexto de acuerdos de reestructuración de la deuda (OCDE, 1987 y FMI, 1987). Es muy marcado el contraste entre la situación del decenio de 1930, caracterizada por la dispersión de los tenedores de bonos, y el actual control ejercido por un puñado de bancos.

La aplicación de fuertes ajustes recesivos, incluida la reducción radical de las importaciones que generó artificialmente una balanza comercial positiva incompatible con el pleno empleo hizo posible una transferencia neta continua al exterior, que llegó a 130 000 millones de dólares hasta fines de 1986 (SELA, 1987). Los salarios reales y el empleo disminuyeron, mientras se elevaba la inflación.

En el terreno más concreto de la deuda externa, diversos gobiernos de la región aplicaron medidas destinadas a obtener resultados positivos en la variable principal del decenio: el pago sostenido de una deuda externa impagable en sus condiciones oficiales. Entre esas medidas figuraban el seguro de cambios a los deudores, la cancelación anticipada, el aval estatal a la deuda externa privada y la conversión de la deuda externa, tema del presente estudio.

El tema de la conversión de la deuda externa se ubica en una intersección temática, principalmente con la inversión extranjera directa, pero también con la política monetaria y la fuga de capitales. Admite numerosas modalidades, y algunas de las diferencias resultantes son meramente formales o tienen importancia secundaria; otras, en cambio, modifican de manera importante el efecto del sistema sobre las diversas variables macroeconómicas. De aquí que convenga establecer una tipología de esquemas de conversión.

El estudio consta de cuatro partes. En la primera se describe la conversión en términos generales; en la segunda se analiza en particular cada país en que se aplica. En la tercera sección se evalúa su impacto en los siguientes aspectos de la economía de América Latina: balanza de pagos, inversión extranjera directa, blanqueo de capitales, finanzas locales y control extranjero de la economía nacional. En la cuarta y última parte se extraen algunas conclusiones y se plantean distintas posibilidades en torno a este tema.

I

Características de la conversión

1. ¿Qué es la conversión?

La capitalización de una deuda es una operación financiera bien establecida desde antiguo que corresponde a la concreción del riesgo en que incurre el deudor en caso de no pago de una deuda. Cuando hay incumplimiento de una obligación crediticia es habitual que se entregue la garantía como una manera de saldar la obligación financiera; a menudo esa garantía corresponde a la participación en el capital de alguna operación comercial del deudor. Estas modalidades son comunes en los préstamos locales, pero no se han dado hasta ahora con los acreedores de préstamos públicos; en esos casos se trata simplemente de una garantía estatal. También en el sector privado pueden plantearse problemas, cuando esa capitalización supone la transferencia de activos a factores extranjeros. La crisis del sector financiero externo de América Latina y la creación subsiguiente de un mercado secundario para los instrumentos de préstamos problemáticos han abierto esa posibilidad.

El valor de mercado de un contrato de préstamo es el valor presente de la expectativa de un movimiento de pagos que se realizará según las condiciones del contrato. En la mayoría de los casos el valor contractual estará un poco por encima del valor de mercado para cubrir el riesgo de incumplimiento. Cuando el acreedor y el deudor tienen residencia legal en un mismo país, el conflicto que pueda plan-

tearse se resuelve por la vía jurídica aplicando un procedimiento de quiebra. Cuando no lo hay, el problema del deudor para obtener nuevo financiamiento estriba en que los acreedores potenciales se verán obligados a compartir la pérdida prevista (la diferencia entre el valor de mercado de la obligación y su valor contractual). Aparte la voluntad o habilidad del deudor de cumplir sus obligaciones, pesará en la actitud de los acreedores el valor de mercado de la deuda (Dooley, 1987, p. 7).

La idea de convertir deuda en capital se utiliza también en la reorganización de empresas en bancarrota: parte de la deuda se convierte en acciones de la firma, lo que aminora la deuda y los pagos de interés. Los acreedores reciben acciones y si la compañía se repone y prospera obtendrán utilidades, como sucedió con la Chrysler (Weinert, 1986/1987, p. 89).

Existen diversos casos de capitalización. El más simple corresponde a aquel en que la entidad deudora y la acreedora forman parte de una misma empresa, como ocurre en una empresa transnacional. Se complica la situación cuando el acreedor es otra firma, un banco, por ejemplo. Ambos casos se dan en la práctica comercial corriente. Sin embargo hay una tercera posibilidad: la de que se forme un fondo común de la deuda del cual pueda escoger un agente cualquier título para capitalizarlo en activos de su elección en el país deudor. Esto implica una política deliberada.

Cuadro 1

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

(100 = valor nominal)

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

Fuente: Junio de 1985 a diciembre de 1986: Shearson, Lehman Brothers, Loan transactions group, *The Economist*, Londres, 21 de marzo de 1987; Febrero de 1987: *Fortune*, 30 de marzo de 1987 y Shearson Lehman Brothers, *op.cit.*; Marzo de 1987: *Business Latin America*, 20 de abril de 1987.

^a Mayo de 1986, R. Dornbusch, *The debt problem and some proposed solutions*, Cambridge, Mass., Massachusetts Institute of Technology, 1986.

2. Mecánica de la conversión

La mayoría de los sistemas de conversión suponen la compra de una obligación externa por un agente—será inversionista si invierte después— local o extranjero, o un banco comercial. El agente intercambia entonces esa obligación con el Banco Central por moneda local—al valor nominal, o algo menos—o por un instrumento de deuda en moneda local, que puede ser canjeado en el mercado local de bonos. Se extingue así la deuda original (Sloakes, 1986, pp. 40 y 41). El fruto de esa transacción puede emplearse para adquirir una participación de capital en una empresa local, para aumentar los gastos de instalaciones y equipos de una empresa existente, para extinguir obligaciones pendientes en moneda local y mejorar el movimiento de caja de la empresa o para cualquier otro fin legal.

La conversión de la deuda externa implica pues la compra—por residentes locales o por inversionistas extranjeros— de obligaciones del país deudor en moneda extranjera con una determinada tasa de descuento y su transformación en moneda local con una tasa menor de descuento. Si son residentes, la operación puede equivaler a una repatriación de

capitales. Los agentes obtienen de ese modo fondos en moneda local que pueden aplicar para los fines autorizados. Estos fondos son más baratos que los obtenidos en el mercado de cambio oficial y en el paralelo (*World Financial Markets*, septiembre de 1986, p. 8).

El cuadro 1 muestra la cotización de mercado de los pagarés de la deuda externa de varios países y su evolución desde junio de 1985. Su complemento es la tasa de descuento aplicable a esos pagarés. El precio es de referencia ya que se trata de un mercado muy opaco en el que se efectúa mayor número de operaciones que las publicadas y por distintos precios.

Ese descuento se justifica principalmente por la duda sobre las posibilidades de que América Latina pague su deuda externa al valor nominal. La duda se basa en la dificultad de prolongar tanto la transferencia al exterior de parte del producto regional como la aplicación de ajustes recesivos; la generación de excedentes comerciales también encuentra dificultades crecientes. Todos estos factores se han conjugado con la falta de una concepción alternativa de ajuste positivo, que le permitiera a América Latina reestructurar su economía y seguir desarrollándose, para crear una situación de no pago parcial de la

deuda. Ocho países de la región, entre ellos el Brasil, han suspendido o condicionado sus pagos de la deuda externa. Si bien casi nadie espera una moratoria general, los bancos norteamericanos ya prevén una reducción de los pagos lo que incluso se proyectó en el precio de venta de acciones de los bancos más grandes, el que cayó en 60% con relación al precio del mercado. El mercado ya estaba aplicando descuentos antes del aumento de las reservas de Citicorp (*Fortune*, 30 de mayo de 1987).

Las operaciones de conversión realizadas en la región suman un total de 4 895 millones de dólares (cuadro 2).

3. Agentes

Los bancos que venden deuda con descuento han variado fundamentalmente. En un comienzo se trataba sobre todo de bancos con escasos fondos comprometidos en deudas de recuperación incierta, las que deseaban eliminar o reducir en su cartera; los que querían cambiar un tipo de fondos comprometidos por otro; y los que habían tomado resguardos contra pérdidas y podían absorber la venta con descuento. Se trataba principalmente de bancos de Europa y el Japón, pero figuraban también entre ellos algunos bancos regionales norteamericanos. Los bancos grandes de Estados Unidos seguían contabilizando estas deudas a valor paritario, ya que si vendían deuda con descuento debían reconocer la pérdida y castigar con el mismo valor el resto de los préstamos en el país de que se tratara. Estos bancos cumplían una activa función de corretaje, pero no alimentaban el mercado con los títulos que tenían en su poder.

En la medida en que ha crecido el negocio de la capitalización, la actitud de estos bancos ha variado y cada vez participan más activamente en este mercado, desplazando de él a otros intermediarios y, en algunos casos, vendiendo pagarés propios. Así ha ocurrido con el City Bank, el Bankers Trust, el Libra Bank y el Banco de Montreal (*Fortune*, marzo de 1987). En el Japón han estado activos el Banco Industrial de Japón y el Sumitomo.

La situación dio un vuelco cuando en mayo el Citicorp anunció que en relación directa con sus préstamos problemáticos aumentaría sus reservas en 3 000 millones de dólares. Esta decisión desencadenó una ola de operaciones similares de los demás bancos principales de los Estados Unidos y quizá marque un punto de inflexión en la relación financiera de América Latina con los bancos. Citicorp está ahora en un mejor pie de negociación, tanto con América Latina como con el Gobierno de los Estados Unidos. Las principales consecuencias en lo que dice relación con la conversión de la deuda es que, al menos para Citicorp, el préstamo de dinero fresco sólo para lograr la continuidad en el pago de los intereses de la deuda ha llegado a su término. Entre otras cosas, esto se traducirá en un aumento importante de la oferta de títulos de la deuda externa para su conversión. En su conferencia de prensa, efectuada el 19 de mayo, el Presidente de Citicorp anunció que durante los próximos tres años se esperaba que 1 000 millones de la reserva ampliada se dedicaran a cubrir las pérdidas correspondientes al descuento con el que se realiza la conversión. Estas fluctuarían entre 2 000 y 3 000 millones de dólares en esos años, cifras que podrían

Cuadro 2

CUATRO PAISES LATINOAMERICANOS: MONTOS DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA EXTERNA

(Millones de dólares)

	1984	1985	1986	Total	Deuda externa total	1986 (%)
Brasil	745	581	600	1 926	108 200	1.8
Costa Rica	...	...	60	83	4 240	2.0
Chile	...	375	812	1 186	22 000	5.4
México	...	...	700	700	105 900	1.5
Total	745	956	2 172	4 895	370 000	1.3

Fuente: Informaciones oficiales de cada país.

variar según el descuento. Como señaló el Presidente del Citicorp: "no sacamos nada con seguir entregando nuevos préstamos a 20 años plazo sujetos a todo tipo de reestructuración... Hoy parece mucho más conveniente invertir en una empresa rentable en el Brasil, por ejemplo, que mantener préstamos con el Banco Central de ese país... Durante los próximos años trataremos de recolocar y capitalizar una parte importante de nuestra deuda... Invertiremos en cualquier cosa que sea económicamente conveniente... Incluso estamos dispuestos a retirar nuestra inversión si, en 10 años más, hay algún interesado en comprar nuestra parte. Lo anterior porque no queremos ser inversionistas de capital a largo plazo" (Reed, 1987).

Este hecho retrata de cuerpo entero la falta de coincidencia entre el interés de los bancos que adoptan esa actitud y el interés de América Latina. La solución subóptima de los bancos no corresponde a lo que esperaban de ellos como actividad principal los países de la región. El Secretario de Estado Baker señaló como contraparte de los nuevos fondos que implicaba el Plan que lleva su nombre el crear un ambiente más favorable para la inversión extranjera. Los bancos decidieron acortar camino: adquirir los bienes sin prestar el dinero. Por supuesto no todos los bancos seguirán la estrategia del Citicorp; habrá que estar a la expectativa de lo que suceda.

Otros agentes de la conversión son los financieros locales o extranjeros que buscan invertir, financiar operaciones productivas y de otra índole, repatriar capitales o aprovechar lucrativamente las divisas que mantiene el país. Un pequeño grupo de grandes bancos comerciales y de fomento y también firmas de abogados o de intermediarios obtienen pingües comisiones a cambio de concertar la oferta y la demanda de pagarés. Se ha creado así un enjambre de intermediarios, asesores, analistas económicos y políticos y relacionadores públicos. Incluso el *New York Times* (5 de mayo de 1987) ha señalado el interés de estos bancos y firmas como uno de los impulsos que activan la conversión.

4. Ventajas teóricas de la conversión

Desde el punto de vista de los bancos acreedores, vender pagarés de la deuda a un precio menor que el establecido en el título asegura el pago parcial de una deuda problemática (de allí el descuento) y le permite reducir o modificar el porcentaje de colocaciones en un país o región.

Los bancos acreedores que venden los pagarés mejoran su cartera, eliminan las deudas con riesgo y obtienen un pago anticipado parcial de una deuda de cobranza dudosa. A cambio, si venden los pagarés a terceros, aceptan el hecho de que ocurrió el riesgo por el cual cobraron un mayor interés al efectuar el préstamo. Si realizan directamente la operación, cambian un activo financiero por otro real; pueden así mejorar su posición, ya que 100 unidades de deuda de pago inseguro se convierten en 95-100 unidades de propiedad de los mejores activos locales, que además son rentables y pueden ser vendidos unos años más tarde con utilidad. Esta operación suele ser demasiado compleja para que puedan acometerla los bancos pequeños. Al cancelar la deuda original el banco adquiere un grado más de libertad frente a los países lo que—en el caso de América Latina— le facilita quitarse de encima el lastre de estos deudores concatenados.

El agente obtiene financiamiento local a un costo menor que el de la plaza local e inferior al que implicaría traer divisas del exterior y cambiarlas o en el mercado oficial o en el mercado libre. Las operaciones siguen los vaivenes de las relaciones entre descuentos, comisiones y el diferencial cambiario.

Para las firmas locales que desean reducir su endeudamiento en moneda local, el sistema resulta una forma barata de mejorar el flujo de fondos y elevar la rentabilidad de la firma, a fin de costear una expansión futura. El país que autoriza la capitalización de la deuda externa obtiene la rebaja consiguiente del volumen de esa deuda y del pago anual de intereses, lo que se logra con un pago efectivo menor que el del título correspondiente.

No todos los finales legales son directamente productivos. Por otra parte, evitar el incumplimiento de algunas prohibiciones—como la de reciclar los dólares utilizados— es difícil, si bien no imposible. Los organismos financieros multilaterales han apoyado la capitalización de la deuda como una solución parcial al problema de una posible mora. Según declaraciones recientes de David Mulford, Subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos, el Gobierno de los Estados Unidos apoya abiertamente esta iniciativa y forma parte del Plan Baker.

Parecería pues ésta una solución sin defectos y que deja contentos a todos. Este canje de una deuda por un activo merece la aprobación unánime de los acreedores extranjeros, bancos internacionales, em-

presas transnacionales, bancos centrales y el sistema financiero de algunos países latinoamericanos, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Gobierno de los Estados Unidos. Como

todos parecen ganar con la conversión, para apreciar si esto es realmente así, habrá que analizar sus condiciones y resultados reales, lo que se hace en la sección siguiente.

II

La conversión tal cual es

1. Generalidades

Los sistemas de conversión de la deuda externa presentan importantes puntos de coincidencia pero también grandes diferencias entre sí (cuadro 3). La deuda convertible es tanto la pública como la privada en la mayoría de los casos, pero en Argentina y México es sólo la pública, mientras en Ecuador es sólo la privada. Los usos aceptados de los fondos en moneda local incluyen el canje por activos en todos los casos pero también el pago de la deuda local en Chile, México y Venezuela. Los agentes son en general los bancos y las empresas transnacionales, pero también pueden operar las empresas locales y los individuos en varios casos. Mientras varios países no han fijado el tope máximo que puede cubrir el sistema, Argentina, Chile, Ecuador, Filipinas y México sí lo han hecho, por un total potencial de 20 800 millones de dólares. La mayoría de los países no ha fijado cupos temporales, pero si lo han hecho Argentina, Chile y México. El tipo de cambio utilizado es en general el oficial o alguna variante. El medio de pago es, en general, la moneda local, los bonos o ambos. El precio de cambio es en general el valor nominal de los pagarés, salvo en Costa Rica —donde no puede exceder el 70%— y México, donde fluctúa entre 70% y 100%.

En la mayoría de los países hay sectores prioritarios de inversión, pero no en Brasil, Chile ni Ecuador. También en la mayoría es posible comprar activos, salvo en Argentina y Ecuador. Las normas generales de inversión extranjera son aplicables en general, menos en Chile y México. Con la excepción de Argentina no existe obligación de aportar nuevos fondos ni hay incompatibilidad con otros regímenes de promoción. En casi todos los países se impone alguna limitación temporal a la remesa de utilidades y a la repatriación de capitales.

Por último ningún país se permite, por ahora,

operar con fondos de conversión de la deuda en el mercado accionario.

2. La aplicación del sistema por países¹

a) Brasil

La ley 4131 de inversiones extranjeras autoriza la conversión de préstamos en capital. Durante el decenio de 1980 el Brasil fue pionero en América Latina en la aplicación de un sistema de conversión de la deuda en participación accionaria; en diciembre de 1982 se establecieron incentivos fiscales para promover la conversión, que incluían reducciones impositivas de 5 a 10%. Estas se eliminaron en junio de 1984.

En el Brasil se da también el mayor monto convertido, que alcanzó 1 926 millones de dólares. La mayor parte de este total corresponde a empresas transnacionales que han transformado en capital accionario su deuda externa con filiales de la empresa, aplicándoseles las limitaciones de la reglamentación sobre la inversión extranjera. La repatriación del capital estaba restringida a las condiciones del préstamo original, en la mayoría de los casos, ocho años (*Business America*, 19 de enero de 1987, p. 3 y FMI, 1987). Sin embargo este procedimiento ha sido usado también por las empresas transnacionales para remitir utilidades (*Business Latin America*, 27 de junio de 1984, p. 204 y *Euromoney*, agosto de 1986, p. 69).

A partir de junio de 1984 la conversión se restringió al capital directo del deudor en créditos intrafirma, préstamos internacionales y créditos externos con garantía de la casa matriz. A principios de 1985 se restringió la reducción impositiva del mismo modo.

¹Los países se han ordenado de acuerdo con la secuencia cronológica en que iniciaron la aplicación del sistema.

Cuadro 3

OCHO PAISES LATINOAMERICANOS: CARACTERISTICAS DE LOS PROGRAMAS DE CONVERSION DE LA DEUDA EXTERNA

	Argentina	Brasil	Costa Rica	Chile	Ecuador	Filipinas	Mexico	Venezuela
ASPECTOS GENERALES								
Fecha de inicio del programa	Mayo 1987	Diciembre 1982 junio 1984	Agosto 1986	Mayo 1985	Diciembre 1986	Agosto 1986	Abril 1986	Abril 1987
Tipo de deuda convertible	Pública	Pública, privada	Pública, privada	Pública, privada	Privada	Pública, privada	Pública	Pública, privada
Usos aceptados de los fondos en moneda local	Inversión, pago de deuda local	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local, otros	Inversión	Inversión	Inversión, pago de deuda local	Inversión, pago de deuda local
Quiénes pueden operar con el programa	Bancos, empresas transnacionales, empresas	Bancos, empresas transnacionales	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, personas jurídicas y naturales. Nacionales en el Capítulo XVIII	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales, empresas y personas	Bancos, empresas transnacionales y personas	Bancos, empresas transnacionales y empresas
Tope máximo del programa	2 000 millones de dólares en 5 años	No hay	No hay	2 000-4 000 millones de dólares	1 346 millones de dólares	6 000 millones de dólares	8 500 millones de dólares	No hay
ASPECTOS OPERATIVOS								
Cupos temporales	Sí	No	No	Sí	No	No	Sí	No
Tipo de cambio utilizado	Cierre comprador. Banco Central	Oficial	Oficial	Dólar Observado	Oficial	Oficial	Oficial	Bs. 14.5
Medio de pago Banco Central	Australes	Cruzados	Bonos	Pesos o bonos	Sucres	...	Pesos	Bolívares o bonos
Precio de cambio	100%	100%	Hasta 70%	100%	100%	100%	70% - 100%	100%
CONDICIONES								
Existencia de sectores prioritarios de inversión	Sí	No	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí
Posibilidad de comprar activos	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí
Aplicación de las normas de la inversión extranjera	Sí	Sí	...	No	Sí	...	No	Sí
Necesidad de allegar nuevos fondos	Sí	No	No	No	No	No	No	No
Condiciones especiales de remisión de utilidades	No por 4 años	Sin límites	Sin limitaciones	No por 4 años	No por 4 años	Sin restricciones en sectores prioritarios. No por 4 años en los demás	Por 5 años debe ser inferior a intereses	No más de 10% por 3 años
Condiciones de repatriación del capital	No por 10 años	No puede ser inferior a la deuda original	No puede ser periodo inferior a la deuda original	No por 10 años	No por 12 años	No por 3 años en prioritarios y 5 años en no prioritarios	No por 12 años	No por 5 años. Los 6 subsiguientes no más de 12.5%
Posibilidad de operar en el mercado accionario	No	No	No	En estudio	No	...	No	...

El programa tuvo un impacto inflacionario moderado mientras duró, ya que no se tomaron medidas para neutralizar el aumento del circulante (Marques Moreira, 1986). Finalmente se suspendió a principios de 1986 aunque siguen dándose algunas operaciones que se aprueban caso por caso (*The Economist*, 7 de mayo de 1987).

En la actualidad el Banco Central analiza la posibilidad de permitir la capitalización otra vez. El nuevo plan de conversión afronta fuertes resistencias políticas y se desconocen todavía sus posibles características. Se conjetura, sin embargo, que el valor de compra de los pagarés con descuento fluctuaría entre 65% y 100% del valor nominal, según la inversión y la región de que se trate. La moneda local resultante sólo podría utilizarse para nuevas inversiones o para ampliaciones de capital y no podría aplicarse al pago de deuda local como capital de trabajo.

El programa incluirá incentivos especiales para las firmas que realicen operaciones de conversión destinadas a la exportación. La remesa de utilidades de esas firmas se basaría en un porcentaje de las exportaciones netas, en vez del capital. También podría autorizarse la inversión en acciones utilizando fondos provenientes de la conversión, siendo el mercado accionario del Brasil el mayor entre los países deudores (*Business Latin America*, 27 de abril de 1987).

b) Chile

En mayo de 1985 el Banco Central de Chile estableció dos modalidades de conversión de la deuda externa pública y de la privada con garantía, en sendos capítulos de la Ley de Cambios Internacionales: el XVIII reservado a las transacciones locales y el XIX que incluye las extranjeras. El programa chileno registra la mayor tasa de conversión de la deuda en relación con su valor acumulado (5%). En ambos sistemas la deuda externa de un plazo superior a 365 días puede ser utilizada para su conversión en activos, aplicados al pago de deudas en moneda local y otras actividades en Chile.

Salvo cuando se trata de un banco que utiliza sus activos en Chile para la operación, los pagarés se compran con descuento en el mercado secundario internacional. Antes de efectuar la conversión, el agente presenta una solicitud al Banco Central para que se apruebe en una propuesta de fondos. La conversión se realiza al tipo de cambio del dólar vigente. Una vez aprobada la solicitud el pagaré se cambia por moneda nacional o bonos expresados en mo-

neda nacional a un valor nominal. En virtud del capítulo XVIII el Banco Central retiene una comisión de alrededor de 16%, lo que no sucede en el caso del capítulo XIX. Se cancela así la deuda externa. La mayoría de la deuda se convierte en instrumentos financieros, que se venden posteriormente en el mercado local, con un descuento, para obtener moneda nacional. El descuento actual es de 10% a 15%. El límite del programa impuesto por el gobierno según informaciones del Ministerio de Hacienda, es de 2 000 a 4 000 millones de dólares (*Euromoney*, agosto de 1986). El capítulo XVIII autoriza a individuos y empresas a comprar con sus propias divisas instrumentos de la deuda externa a un plazo superior a 365 días. Para la adquisición de instrumentos es preciso el acuerdo previo entre el adquirente y el deudor en el sentido de que la obligación será inmediatamente pagadera en Chile contra la entrega del documento. Este acuerdo no se exige para los pagarés del Banco Central que pueden ser reemplazados directamente por instrumentos negociables en unidades de fomento con un descuento de 3% respecto del valor original. El capital de este instrumento tendrá un plazo de 10 años y reportará intereses semestrales.

El resultado de estas operaciones no podrá exceder el capital o el saldo de la deuda en el instrumento original, más los intereses respectivos.

Un agente local, a través de un agente extranjero, ubica deuda externa chilena idónea y la adquiere con descuento. Esa compra se financia con dólares propios o adquiridos en el mercado paralelo de Chile, o con dólares propios del exterior. Esta tercera posibilidad puede traducirse en una repatriación de capitales. El interesado autoriza a continuación a un banco local a lograr el acuerdo del deudor chileno para la redenominación de la deuda extranjera en moneda nacional. El banco presenta una oferta al Banco Central por una parte de la cuota mensual que será rematada, señalando cuánto pagará por la operación de conversión.

Obtenida la aprobación del Banco Central, se realiza la compra de la obligación, la que es redenominada en pesos por el banco local creándose un nuevo instrumento de deuda interna. La deuda externa se cancela y el nuevo instrumento, indizado, se entrega a un agente local. El costo de la obtención del cupo por los bancos se traspasa al agente. La nueva deuda se coloca en el mercado local obteniéndose alrededor de 92% de su valor. La cantidad resultante se entrega al agente.

El interés del capítulo XVIII no proviene sólo del ahorro en el costo del financiamiento en moneda local resultante de la diferencia entre el descuento y el valor nominal del pagaré, menos el costo de la cuota y la diferencia entre la tasa de cambio en el mercado paralelo y la del oficial que se empleó para el canje, sino que radica, aparte la utilidad que se obtenga, en la posibilidad de blanquear capitales retirados del país o de las cuentas públicas de las empresas.

El capítulo XIX autoriza a los individuos o entidades legales, chilenos o extranjeros, residentes o no residentes, a realizar inversiones en Chile mediante la adquisición y el uso de instrumentos de la deuda externa, con derecho a acudir al mercado de divisas para enviar al exterior capital y ganancias. El capítulo tiene antecedentes en el Decreto con Fuerza de Ley N° 600, que rige la inversión extranjera directa en Chile y que incluye en sus disposiciones la posibilidad de capitalizar deudas debidamente autorizadas y utilidades no remitidas. Ambos tipos de capitalización constituyen el aporte de capital que otorga derecho a remesas sin límites y a la repatriación después de tres años.

Los bancos acreedores pueden efectuar operaciones con sus propios pagarés o éstos pueden ser adquiridos con descuento por terceros en el mercado secundario. Las personas interesadas deben presentar una solicitud al Banco Central en la que se individualice al solicitante y se describa claramente la inversión propuesta. Igual que en el caso anterior se requiere un acuerdo que señale que la deuda se pagará en Chile, en las condiciones señaladas. Los instrumentos del Banco Central no requerirán este acuerdo. En ningún caso podrá el resultado de la operación exceder el valor del instrumento original.

Las solicitudes pueden ser aceptadas o rechazadas por el Banco Central, el que puede condicionar su aceptación a que parte de la inversión se realice con el producto de la venta de divisas en el mercado libre, lo que hasta ahora no ha hecho. Si se aprueba la solicitud, el Banco Central puede autorizar remesas y repatriaciones; las utilidades no podrán remitirse antes de los cuatro años y a partir del quinto año sólo podrá remitirse 25% de las utilidades netas. Las utilidades obtenidas después del quinto año pueden ser remitidas libremente. La repatriación de capitales sólo puede realizarse con el producto de la enajenación de activos o derechos correspondientes a la inversión original. Las remesas se harán a la tasa de cambio bancaria. El

pagaré es adquirido entonces por el agente y luego rescatado por el deudor original en pesos, con 10% de descuento respecto del valor nominal. Con el producto se efectúa la inversión.

Cuando el deudor es el Banco Central, las deudas se convierten en pagarés en moneda nacional a su valor nominal y a la tasa oficial de cambio. Para otros, las condiciones se acuerdan en cada caso. El Banco Central lleva la información y controla las remesas y las repatriaciones.

La garantía jurídica de las operaciones en virtud del capítulo XIX es un acuerdo con el Banco Central, a diferencia de las inversiones por el Decreto Ley N° 600 que son un contrato-ley con el Estado. El régimen tributario aplicable es el general, a diferencia de la posibilidad otorgada por el Decreto Ley N° 600 a otras formas de inversión extranjera de acogerse a un régimen de exención tributaria por 10 años. No hay limitaciones sectoriales y pueden adquirirse empresas públicas o privadas establecidas o en funcionamiento. No hay un tratamiento diferencial por sectores y la conversión no es alternativa a regímenes especiales de promoción. No existen límites cuantitativos preestablecidos, pero cada operación debe ser aprobada por el Banco Central, lo que permite su administración (cuadro 4).

En agosto de 1986 el Banco Central estableció un tercer mecanismo de capitalización mediante el cual las personas que adquieren títulos de deuda externa chilena podrán aplicarlos a la suscripción y pago de acciones emitidas por empresas que necesiten aumentar su capital para hacer frente a un endeudamiento excesivo. Esta disposición pueden invocarla chilenos y extranjeros, por lo que es diferente del capítulo XVIII. No existe derecho a remesas ni a repatriación. Estas operaciones no requieren cupo del Banco Central; por lo tanto no pagan intereses ni impuesto al valor agregado.

Otro mecanismo es el reciclaje de pagarés de la deuda de empresas públicas contratada con proveedores del exterior que permite una reducción de los compromisos de esas empresas. Los pagarés de deuda externa emitidas por empresas como Ferrocarriles, Endesa y el Metro que no se encuentran incluidos en los procesos de renegociación de la deuda externa pueden ser traídos al país y entregados a la Tesorería, la que los recibirá con un descuento mayor que el correspondiente a los capítulos XVIII y XIX (*El Mercurio*, 15 de agosto de 1986).

Hay otros mecanismos de reducción de la deuda como la condonación de parte de ella por un

Cuadro 4

CHILE: OPERACIONES DE PAGARES DE LA DEUDA EXTERNA POR TIPO DE OPERACION

(Millones de dólares)

	Capitalización DL600 y otros			Capítulo XVIII			Capítulo XIX			Canje de cartera			Condonación de deuda y otros			Total		
	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987	Mayo 1986	Agosto 1986	Feb. 1987
A. Sector público (a+b+c+d)	-	-	-	84	168	290	87	92	344	13	32	42	-	-	57	183	292	733
a) Banco Central	-	-	-	45	49	56	60	60	232	10	11	12	-	-	-	115	119	300
- Fondos nuevos	-	-	-	41	...	...	34	...	...	-	...	...	-	-	...	75	...	...
- Reestructuración 1983/1984	-	-	-	4	...	...	26	...	...	-	...	...	-	-	...	30	...	...
- Otros	-	-	-	-	...	...	-	...	...	10	...	...	-	-	...	10	...	...
b) Banco del Estado	-	-	-	6	18	...	44	...	-	-	4	4	5	-	-	9	22	49
- Reestructuración 1983/1984	-	-	-	6	...	...	-	...	...	-	...	...	-	-	...	6	...	...
- Otros	-	-	-	-	...	...	-	...	...	4	...	...	-	-	...	4	...	...
c) Empresas públicas	-	-	-	8	36	42	27	32	35	-	-	2	-	-	57	35	68	136
d) Sector privado con garantía pública	-	-	-	25	65	149	-	...	77	-	17	22	-	-	-	25	82	249
- Reestructuración 1983/1984 del sector privado financiero	-	-	-	25	...	...	-	...	...	-	...	...	-	-	...	25	...	...
B. Sector privado (a+b)	149	149	155	155	213	304	42	66	101	37	19	26	155	200	358	538	647	944
a) Sector privado financiero	63	63	65	147	204	295	42	66	101	34	16	23	14	14	34	200	262	517
- Créditos artículo 14	63	63	...	147	...	...	42	...	...	34	...	...	14	...	...	300	...	...
b) Sector privado empresas	86	86	90	8	9	9	-	...	...	3	3	3	141	186	324	239	285	426
- Créditos artículo 14	86	86	...	8	...	...	-	...	...	3	...	...	133	...	...	231	...	...
- Otros	-	-	...	-	-	...	-	...	...	-	...	...	8	...	...	8	...	...
Total (A + B)	149	149	155	239	381	594	128	158	445	51	51	68	155	200	414	722	939	1677

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5

CHILE: DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS OPERACIONES DE CAPITALIZACION DE LA DEUDA EN VIRTUD DEL CAPITULO XIX, MEDIADOS DE 1985 A OCTUBRE DE 1986

(Millones de dólares y porcentajes)

Sector ^a	Monto	Porcentaje
Fondos de previsión y compañías de seguro	81.0	43.0
Industria	30.9	16.4
Comercio	15.8	8.4
Pesca	11.0	5.8
Transporte y comunicaciones	9.3	4.9
Silvoagropecuario	7.3	3.9
Minería	2.9	1.5
Misceláneos	30.3	16.1
Total	188.3	100.0

Fuente: Banco Central de Chile.

^aLos aumentos de capital de trabajo se han incluido en la clasificación del giro de las empresas.

acuerdo bilateral; sin embargo, no se trata de conversión de la deuda externa.

Hasta febrero de 1987 se realizaron operaciones en virtud del capítulo XVIII por un monto de 594 millones de dólares y del capítulo XIX por 441 millones, a lo que podría sumarse la capitalización de deudas al amparo del DL 600 que se encuentran estancadas. Las empresas transnacionales han preferido comprar deudas ajenas por precio inferior, manteniendo las suyas vigentes. Las operaciones realizadas por esta vía se han utilizado para la compra de empresas y cerca de la mitad ha correspondido a fondos de pensiones y seguros (cuadro 5), incluyendo en la clasificación el capital de trabajo.

Algunos consultores financieros y bancos extranjeros han señalado la posibilidad de establecer en Chile un fondo mutuo internacional con el propósito de atraer recursos de las compañías de seguros, fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales que buscan invertir en carteras seleccionadas (*El Mercurio*, 20 de marzo de 1987). Paralelamente se prevén aportes para la inversión de esos fondos mediante operaciones del capítulo XIX con pagarés de la deuda externa (*La Epoca*, 17 de junio de 1987). Esas entidades no podrían poseer más del 5% del capital social de un mismo emisor ni sus inversiones en una

empresa superar el 10% del activo del Fondo. Las remesas de utilidades estarán afectas a un impuesto único a la renta del 10%.

c) México

En abril de 1986 se inició el programa mexicano de capitalización. Los inversionistas extranjeros pueden adquirir deuda externa del sector público con descuento en el mercado secundario y cambiario, a la tasa de cambio oficial en pesos, para aplicarla a las inversiones permitidas. También puede ser canjeada por pagarés del Tesoro mexicano que se transan en el mercado para obtener moneda local.

La deuda es redimida al 70%-100% de su valor nominal, según el fin a que se dediquen los pesos obtenidos de la transacción. Los fines permitidos incluyen la compra de empresas que están siendo privatizadas; nuevos aportes de capital denominados en pesos; repago de préstamos en pesos a los bancos nacionalizados de México; prepago de obligaciones de Ficorca² en pesos, y pagos a los proveedores nacionales. La prioridad más alta y por lo tanto los menores descuentos corresponden a la venta de las empresas estatales seleccionadas y a las inversiones nuevas o las ampliaciones de capital que generen exportaciones, reduzcan importaciones, creen fuentes de trabajo o estén localizadas en zonas especiales (*World Financial Markets*, agosto de 1986, pp. 11 y 12). Los fondos no pueden ser utilizados para capital de trabajo, salvo que éste sea el apoyo de un programa de mayor capitalización (*Business Latin America*, 1 de agosto, pp. 270 y 271).

Aunque las empresas mexicanas no pueden en principio optar al programa, ya en dos casos los contratos han sido suscritos por conducto de subsidiarias de empresas mexicanas en el extranjero (*Financial Times*, 5 de enero de 1987). Recientemente se ha confirmado que podrán participar las firmas locales dándose prioridad a las empresas exportadoras primero y luego a las maquiladoras y a las de turismo. Las operaciones de 1987 no superaron los 1 200 millones de dólares (*Business Latin America*, 9 de febrero de 1987, y *The Economist*, 7 de marzo de 1987).

Para todas las operaciones se exige la autorización del Ministerio de Hacienda y del Consejo Nacional de Inversión Extranjera. Una vez apro-

²Mecanismo de seguro de cambio del Banco de México.

bada la conversión, la operación del proyecto tiene una complejidad adicional. Los montos resultantes en moneda local se despositan en la Tesorería y son desembolsados directamente a los proveedores, acreedores y contratistas respectivos contra la presentación de la documentación correspondiente.

Las inversiones aprobadas no pueden garantizar utilidades no relacionadas con sus niveles de ingreso y ganancias efectivas y las condiciones de la conversión del instrumento no pueden ser más favorables que las del préstamo original (FMI, 1986). La remesa de utilidades en los primeros cinco años no puede superar los intereses de la deuda original. El capital no puede repatriarse antes de 12 años (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987).

El programa mexicano se suspendió en febrero de 1987 por la falta de progreso en la renegociación de la deuda externa. La mitad de los 60 bancos (mayoritariamente de Estados Unidos) que se han negado a comprometer nuevos fondos en la renegociación no podrán participar en el programa de conversión (*Business Latin America*, 18 de marzo de 1987). Por otra parte, para mitigar el impacto inflacionario del programa, se ha limitado a 100 millones de dólares por mes (*América Economía*, N° 4, 1987, p. 28).

d) Costa Rica

En agosto de 1986 se inició el programa de capitalización de Costa Rica que comprende franquicias para la inversión en sectores prioritarios, como los que generan exportaciones no tradicionales, el turismo y las nuevas zonas libres en que se están desarrollando negocios de armaduría para la exportación. Las primeras inversiones correspondieron a la industria bananera, al sector financiero y al cultivo de flores (*South*, diciembre de 1986). El Banco Central estudia caso por caso y paga hasta 70% del valor nominal; los bonos emitidos se venden con descuento. No hay restricciones sobre la remesa inmediata de utilidades. La repatriación del capital sólo puede iniciarse después de un período equivalente a los plazos de la deuda original (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987). Se ha señalado la posibilidad de establecer un plan de compra de pagarés de la deuda externa costarricense con un descuento de 25% (inferior al comercial) para proyectos de conservación forestal (Umaña, 1987). Hasta mayo de 1987 se habían cursado operaciones por 83 millones de dólares y no se preveían por el momento nuevas operaciones.

e) Filipinas

El programa de conversión de Filipinas fue reglamentado en detalle en agosto de 1986 y está abierto a los inversionistas locales y extranjeros. Casi toda la deuda pública externa y la mayor parte de la privada pueden ser comercializadas. Los pagarés son canjeados por el Banco Central a la tasa oficial de cambio, siempre que el producto sea empleado para inversiones en sectores selectos de la economía, cada uno de los cuales tiene su prioridad.

Entre los sectores que reciben tratamiento preferencial figuran las industrias que producen bienes exportables y también el sector agrícola, la construcción y los servicios de salud y educación. En estos sectores no hay restricciones para la remesa de utilidades y el capital puede repatriarse en cuotas después de los tres primeros años. En los demás sectores de la economía las condiciones son diferentes. El Banco Central cobra 10% —y no 5%— sobre el valor de la operación; la remesa de utilidades puede hacerse sólo después de cuatro años y la repatriación de capitales no puede iniciarse sino hasta el sexto año. Además estas inversiones exigen nuevos fondos por el equivalente del 10% del valor de la deuda convertida.

El Banco Central ha recibido solicitudes por 220 millones de dólares pero hasta octubre de 1986 sólo habían sido aprobadas 19 operaciones, por 33 millones de dólares (*Euromoney*, febrero de 1987).

Por otra parte, se ha señalado que el capital del sistema financiero comercial y de las 50 firmas más grandes del país suma unos 6 000 millones de dólares o algo menos que una cuarta parte de la deuda. La conversión podría así causar una extranjerización de la economía.

Filipinas ha propuesto hace poco otro sistema de conversión: los pagarés de inversión filipinos. Se ofrece a los bancos la opción de convertir el margen sobre la tasa LIBOR de sus pagos de intereses en estos pagarés en vez de dinero. Se trata de títulos de la deuda externa en dólares, sin intereses, con un plazo de vencimiento de seis años (*The Economist*, 14 de marzo de 1987).

f) Ecuador

A principios de diciembre de 1986 la Junta Monetaria dictó la resolución 395/86 en la que aprueba un sistema de capitalización que se limita a la deuda externa privada que fue "sucretizada" en 1986 en un programa que luego fue incorporado a la consoli-

ción de la deuda externa ecuatoriana con los bancos en agosto de 1986. Su monto máximo es de 1 346 millones de dólares (*Expreso*, 5 de diciembre de 1986).

Los interesados nacionales o extranjeros podrán comprar pagarés, los que serán adquiridos por el Banco Central a su valor nominal menos una comisión. El Banco Central entregará moneda local al agente que efectuará la inversión de capital, cancelándose la deuda privada. En este programa no habrá monetarización: se cruzarán créditos contra deudas por valor equivalente. El Banco Central se eximirá de extender nuevos créditos para reemplazar los pagados mediante capitalización (*Análisis Semanal*, 19 de diciembre de 1986).

A la firma de cada contrato se especificarán los límites de remesa de utilidades y de repatriación de capitales (*Business Latin America*, 5 de diciembre de 1986). No podrán remitirse utilidades hasta el quinto año ni repatriar capital durante 12 años (*Business Latin America*, 20 de abril de 1987). El capital no podrá repatriarse en un plazo inferior al de la tabla de amortización que consta en el acuerdo de consolidación de la deuda externa.

La operación resulta singularmente atractiva para los bancos y financieras que tengan que mejorar su relación de endeudamiento. No hay otras restricciones sino las que rigen para la inversión extranjera. La resolución 395/86 indica la posibilidad de establecer sectores prioritarios, pero no se sabe si se hará con reglamentación o por decisiones particulares. Sin embargo, en el acuerdo de capitalización hay un criterio de selectividad intrínseco. No es aplicable a la constitución de empresas nuevas sino que sólo a la conversión de deuda en capital: allí donde no hay deuda no podrá haber conversión. La primera operación de conversión se cursó a fines de marzo de 1987.

g) Venezuela

El decreto 1521 de 1987 regula la conversión de la deuda pero deja varios aspectos en blanco, los que probablemente se aclararán al aplicar el decreto. La conversión podrá efectuarse mediante la capitalización de créditos externos, la conversión de deuda pública externa en inversión extranjera y la conversión de deuda pública externa en inversión nacional. Esta última estará en manos de una comisión especial de la que actuará como secretario ejecutivo el superintendente de inversiones extranjeras. Los in-

teresados deben comprometerse a no remitir utilidades por más de 10% del capital durante tres años; el capital no podrá repatriarse durante los primeros cinco años y durante los ocho años subsiguientes el porcentaje máximo de repatriación será de 12.5%; después de 13 años no hay restricciones de repatriación.

Las conversiones en inversión extranjera podrán ser autorizadas cuando ésta se destine a la sustitución de importaciones, al fomento de la exportación o a la prevención de la quiebra de empresas o cuando se oriente a los sectores de agricultura y agroindustria, obras de infraestructura vial y ferroviaria, actividad turística, construcción de viviendas sociales, transporte interno, bienes de capital, productos químicos y petroquímicos, electrónica e informática, biotecnología y aluminio y su transformación. Podrán aprobarse otros sectores.

Autorizada la conversión, el Banco Central comprará al inversionista créditos representativos de deuda pública externa y le proveerá de moneda local con la que podrá realizar la inversión autorizada. Como alternativa, el Banco Central podrá entregar títulos de deuda pública interna. El valor de compra o garantía de los pagarés será el nominal si bien podrán establecerse descuentos.

Para la conversión de la deuda pública externa en inversión nacional el Banco Central podrá adquirir pagarés de las empresas públicas pagándolas en efectivo o con bonos al tipo de cambio que se determine. Por último, para la capitalización de créditos externos en empresas deudoras regirá el decreto 1200 que reglamenta las inversiones extranjeras en general.

Condición general para la compra por el Banco Central de pagarés de deuda pública externa es que se conviertan en deuda interna en condiciones financieras iguales o mejores para el deudor.

Con la misma fecha el Ministerio de Hacienda y el Banco Central elaboraron un convenio cambiario que fijó el cambio para las tres operaciones en 14 4925 bolívares por dólar (*Latin America Weekly Report*, 11 de junio de 1987).

h) Honduras

En junio de 1987 el Gobierno de Honduras aprobó una operación de conversión de la deuda externa por seis millones de dólares. El Banco Central canjea los pagarés por moneda local al 100% de su valor nominal. La moneda local se deposita en

bancos nacionales y puede aplicarse solamente al financiamiento de los costos locales de la inversión.

Al sistema pueden optar proyectos de exportación, en cuyo caso las divisas que se utilicen para remitir utilidades deben corresponder a los ingresos por exportaciones de la empresa respectiva. También pueden incluirse proyectos de beneficio importante para el país, incluso probablemente la privatización de algunas empresas públicas (*Latin America Weekly Report*, 11 de junio de 1987).

i) Argentina

En mayo de 1987 Argentina estableció un programa de conversión de la deuda pública externa cuya principal característica es el requisito de la inversión de nuevos fondos, que deben equivaler como mínimo al 100% del valor nominal de la deuda que ha de ser convertida.

Existe la posibilidad de integrar el dólar a través de una colocación directa de la divisa, un préstamo a seis años plazo o aplicando Bonex'87 al 96% de su valor nominal. En todo caso se integra un dólar del exterior en forma directa, pero existen otros sistemas menos rígidos para incluir el dólar adicional. Puede integrarse sólo el 50% de los fondos nuevos a través de capitales depositados en el fondo de inversión o préstamos que se obtengan de la Corporación Financiera Internacional. El mecanismo admite integrar los nuevos fondos con divisas que se gastan en la importación de bienes y equipos de inversión.

La evaluación y selección de las conversiones solicitadas se hará por licitación pública y se otorgará puntaje a los diversos proyectos conforme a la relación entre los nuevos fondos requeridos y la deuda por convertir. Se premiarán las propuestas que ofrezcan un mayor aporte de dólares.

El agente deberá comprometerse a aplicar la moneda local en la adquisición de equipos, construcción de fábricas u otras obras que aumenten la capacidad productora y la oferta neta de bienes. También se considerarán propuestas de inversión orientadas a aumentar la eficiencia y la productividad y el aumento de la oferta de servicios, sobre todo los que fortalezcan la balanza de pagos. No se permiten inversiones en el mercado accionario financiado por la conversión ni el pago de privatizaciones o de inversiones conforme al Plan Houston (petróleo).

La conversión sólo opera con divisas ya blanqueadas por otros mecanismos y está prohibido utilizarlas para transferir activos existentes. Aún en

estudio esta la posibilidad de utilizarla para cancelar préstamos obtenidos por líneas de redescuento del Banco Central (*El Clarín, ed. int.*, 1 a 7 de junio de 1987).

Para los inversionistas extranjeros será condición previa la aprobación de la inversión de conformidad con la ley de inversiones extranjeras de 1980. No se aceptarán propuestas que impliquen traslado de conjuntos accionarios que afecten la seguridad interna o que tengan por objeto aumentar la oferta de sectores económicos que deben racionalizarse.

El plazo administrativo para aprobar los proyectos antes de la licitación de los cupos es de 45 días.

El ingreso de los fondos adicionales deberá preceder a la conversión o coincidir con ella para proyectos de hasta un millón de dólares y en los demás casos se efectuará conforme al cronograma aprobado. El inversionista debe depositar una garantía en el banco local interviniente o bien ofrecer una fianza bancaria; el mismo banco será el encargado de participar en todas las etapas de la licitación y del programa en general.

Una vez constituido el depósito—equivalente a un 3% anual sobre el saldo insoluto de fondos adicionales— el Banco Central convertirá las obligaciones en moneda local a los precios aceptados. El tipo de cambio utilizado será el de cierre comprador del Banco de la Nación Argentina a la fecha. El monto resultante será depositado en el banco local interviniente y la obligación convertida se extinguirá.

La liberación de los depósitos por el banco será en conformidad con el programa acordado y las garantías se liberarán en proporción equivalente al porcentaje convertido del total de la operación. El mismo banco informará al Banco Central del cumplimiento de la operación.

En caso de incumplimiento en un plazo de 60 días el inversionista perderá la garantía. Si el incumplimiento es parcial, la pérdida también lo será. Si no ingresaran los fondos adicionales se pierde la garantía total, así como el derecho de efectuar el resto de las conversiones comprometidas. Además se establecen sanciones.

El banco interviniente también controlará la aplicación del depósito del proyecto. Los fondos adicionales deberán ingresar según un cronograma propuesto por el inversionista y se aplicarán al proyecto en la proporción que sirvió de base para la adjudicación. El banco efectuará también las certificaciones, la comprobación y las verificaciones nece-

sarias para asegurar la aplicación correcta y oportuna de los fondos al proyecto de inversión aprobado.

El programa prevé inversiones cercanas a 4 000 millones de dólares en cinco años, de los cuales la mitad será financiada por la conversión y la otra mitad por el ingreso de fondos adicionales del exterior, ya sea como inversión de capital o como préstamos a mediano y largo plazo.

j) Otros países

Un caso particular de canje ha sido establecido por el Perú, país que ha iniciado negociaciones para cambiar pagarés de deuda externa por productos. Dos tercios de las exportaciones no tradicionales pueden ser pagadas con divisas y el tercio restante se cancela con pagarés de la deuda externa peruana. En diciembre de 1986 se efectuó una operación por 20 millones de dólares en la que un banco de los Estados Unidos aceptó espárragos y minerales en vez de divisas (*Latin America Weekly Report*, 9 de abril de 1987).

El gobierno de Bolivia ofreció oficialmente al banco que encabeza el comité para ese país comprar con un descuento de 90% los 671 millones de dólares que adeuda a 128 bancos comerciales. (*Latin America Weekly Report*, 9 de abril de 1987 y *Business Latin America*, 25 de mayo de 1987.) Recientemente se ha señalado que se estarían efectuando operaciones de recompra de la deuda pública con un descuento de 75% (*América Economía*, N° 4, 1987).

Jamaica ha anunciado su intención de establecer un programa de conversión en capital de la deuda externa con los bancos comerciales hasta por 100 millones de dólares. Esas operaciones podrán aplicarse a inversiones nuevas en fábricas y hoteles (*The Journal of Commerce*, 25 de mayo de 1987).

En Colombia se ha insinuado la posibilidad de iniciar un programa de capitalización utilizando la deuda bancaria, ya que el descuento sobre el resto de la deuda de ese país no sería suficiente para impulsarlo (*Business Latin America*, 22 de septiembre de 1986).

En la República Dominicana se explora la posibilidad de permitir conversiones de deuda a capital. En Guatemala se espera pronto dar a conocer un plan de conversión de deuda en capital, sobre todo respecto de los bonos de estabilización que serán exigibles en 1988 y 1989.

En Nigeria los pagarés sobre compromisos impagos no asegurados pueden ser redimidos en moneda local en las condiciones que acuerden los tenedores y el Banco Central. Si se concreta la inversión a largo plazo aprobada con el producto de esa operación será tratada como si se hubiera efectuado en divisas para los efectos tributarios de remesa de utilidades y repatriación de capitales (*International Capital Markets*, diciembre de 1986).

3. Otros acontecimientos

a) La corporación japonesa en las Islas Caimán

Los 28 principales bancos japoneses acreedores de América Latina han establecido una empresa —la JBA Investment Inc.— en el paraíso fiscal de las Islas Caimán para comprar con descuento pagarés de su propia deuda. El descuento lo establece el Centro Japonés para las Finanzas Internacionales, entidad semiestatal creada para analizar la situación de los países tenedores.

Los bancos pueden descontar de sus impuestos las pérdidas de capital resultantes. El organismo, por su parte, se reserva el cobro del capital y de los intereses en sus condiciones originales; los montos recibidos se distribuyen como utilidades a los bancos (*Euromoney*, abril de 1987).

La JBA Investment iniciará sus actividades adquiriendo pagarés mexicanos, los que corresponden a 13 000 millones de los 36 000 millones de dólares adeudados por la región a los bancos japoneses.³ El primer objetivo del organismo sería la venta de los préstamos concedidos a México en 1983, por 830 millones de dólares. Posteriormente la operación continuaría con otra deuda pública de ese u otro país.

Entre las consecuencias posibles de esa iniciativa figuran las siguientes:

- Aumenta la presión para crear un sistema multilateral del mismo tipo, por ejemplo, mediante el establecimiento de una filial del Banco Mundial especializada en la compra con descuento de la deuda del Tercer Mundo. (*Business Latin America*, 25 de mayo de 1987.)

- Los bancos japoneses son acreedores muy importantes de la región y una operación en gran escala

³De mayor a menor la deuda de otros países con la banca japonesa es la siguiente: Brasil 11 000 millones; Argentina 5 500 millones; Venezuela 4 300 millones; Chile, 1 800 millones.

en este mercado afectaría la unión de los acreedores, tantas veces contrastada con la desunión de los deudores.

– La tasa de descuento que ese organismo aplique en la venta de la deuda o se ceñirá a las del mercado secundario o, lo que es más probable, será distinta, en cuyo caso el mercado actual se verá fuertemente afectado.

– A mediano plazo el organismo japonés podría iniciar otro tipo de actividades, como operaciones de conversión de la deuda, e incluso desempeñar un activo papel en los trámites de renegociación de la deuda.

– Mejora la capacidad de competencia de los bancos japoneses en un sentido adverso al Plan Baker, ya que facilita el desligamiento de los bancos en relación con América Latina.

– Posiblemente, aumente la inversión directa del Japón en América Latina.

b) Fondos mutuos

La Corporación Financiera Internacional (subsidiaria del Banco Mundial) pretende instar a los países deudores a abrir un mercado accionario para la inversión extranjera y a establecer fondos mutuos nacionales en que puedan realizarse inversiones ex-

tranjeras. Persisten las dudas sobre quién debería manejar los fondos, los impuestos aplicables y el tipo de acciones que podrían adquirirse por este fondo (*The Economist*, 7 de marzo de 1987).

Como se señaló, en Brasil y Chile se estudia la posibilidad de permitir la conversión de deuda en fondos mutuos especiales destinados a inversiones en el mercado accionario.

c) Operaciones de conversión al margen de los programas oficiales

Por último, cabe señalar que, además de los programas de convenios iniciados y apoyados por las autoridades económicas de los países deudores, algunos bancos acreedores han cambiado pagarés por capital en operaciones privadas (FMI, 1986). La mayor hasta ahora corresponde a México.

A fines de abril se esperaba la autorización para una operación de conversión de deuda en capital entre el Grupo Industrial Alfa—la principal empresa privada nacional— y los bancos acreedores, que fue acordada en diciembre de 1986. La operación incluirá una deuda externa de 920 millones de dólares a cambio de 45% de las acciones del Grupo, más 25 millones de dólares en efectivo y la compra de 200 millones de dólares de deuda pública (Council of the Americas, 1987 y *Financial Times*, 10 de abril de 1987).

III

Una evaluación provisional

1. La balanza de pagos

Puede analizarse desde diversos puntos de vista si conviene o no a la balanza de pagos el sistema de conversión. Cabría preguntarse en primer lugar sobre la ventaja de pagar por anticipado una deuda cuyo servicio normal ha sido suspendido o restringido por varios países que representan una proporción importante del volumen de la deuda. Los bancos han ido aceptando poco a poco la posibilidad de condonaciones relativamente masivas. La deuda cancelada con conversión no podría aprovechar las alteraciones que sobrevinieran en las condiciones renegociadas.

La conversión reduce el monto de la deuda, lo que permite mejorar ligeramente la posición nego-

ciadora del país con sus acreedores, pero no cabe hacerse ninguna ilusión sobre el pronto restablecimiento de la corriente de capitales hacia América Latina. Rebajar la deuda no creará una nueva oferta de crédito y en este sentido, no resulta redituable.

Desde otro punto de vista, la operación no representa una solución global del problema de la deuda, ni nadie lo ha planteado de ese modo. Basta con comparar la magnitud de la inversión extranjera directa acumulada en la región—60 000 millones de dólares a fines de 1985— con la deuda de ese año que alcanzaba los 368 000 millones. Se necesitaría sextuplicar el actual volumen de la inversión extranjera para que ésta pudiera acercarse al de la deuda aunque, claro está, la relación bajaría al aplicar descuentos a la deuda.

La conversión de la deuda reduce el monto de los intereses anuales, lo que es positivo para la balanza de pagos nacional. Sin embargo, hay también dos efectos opuestos, que pueden disminuir —o aun invertir— ese resultado. La reducción de la deuda que implica la conversión se ve contrarrestada por la baja de la inversión extranjera real que causa esta inversión ficticia; debe recordarse que no hay ingreso de divisas. Por otra parte, la inversión genera obligaciones a futuro que incluyen remesas y repatriaciones, las que podrían ser mayores que el pago original de intereses aunque con una postergación. En la medida en que los precios de compra de los activos correspondan a un período recesivo —en que éstos son los que ofrecen la mejor posibilidad de inversión— es muy factible que la rentabilidad del capital convertido pueda ser más alta que el tipo de interés a mediano plazo. En definitiva, el efecto neto de la conversión sobre la balanza de pagos del país no es ni simple ni positivo. El control que los bancos lleguen a ejercer sobre los activos reales probablemente se transformará a largo plazo en repatriación de capitales ya que los bancos no desearán mantener esos activos por un plazo indefinido.

Por último, el hecho de que los pagarés se paguen con descuento encubre una paradoja: la conversión frena el alza de la tasa de descuento para los pagarés y en algunos casos pareciera haber invertido su tendencia. La tasa de descuento no sube más —o incluso cae— por efecto de la voluntad de los países de pagar la deuda a ese nivel.

2. La inversión extranjera directa

Con el decaimiento de la inversión extranjera directa en la región, así como las sombrías perspectivas que ofrece, sería útil contar con un incentivo eficaz que la atrajera.

Hay que sopesar cuidadosamente si conviene desatender el efecto positivo que ejerce la inversión extranjera directa sobre la economía regional en aras de un mejoramiento insignificante en la situación de la deuda externa. El sistema de conversión debe evaluarse en el contexto de una política nacional para la inversión extranjera, pues de otro modo sólo se trataría con otra rúbrica de una liberalización y abaratamiento de esa inversión; la generalización del sistema de capitalización sería un elemento más en el proceso de reducción de las restricciones a la inversión extranjera que se da en América Latina,

proceso que seguramente dejó hace mucho tiempo de ser eficaz como incentivo.

En la medida en que el régimen de la conversión no se plantee objetivos óptimos de inversión puede ser utilizado con fines muy diversos, incluso para obtener capital de trabajo o reemplazar créditos locales. No toda transferencia de activos se traduce en una mayor capacidad de producción en la economía nacional, ni en todos los sectores económicos es igualmente ventajosa la inversión extranjera. Incluso podría estarse estimulando operaciones innecesarias, que no aumentan la inversión nacional, como la compra de activos para una reventa posterior, todo en condiciones menos explícitas que antes. El efecto cuantitativo de desviar la inversión podría tener connotaciones cualitativas desfavorables.

Si a las corrientes resultantes de la conversión se les otorgan los beneficios de la inversión extranjera directa, se crea una situación paradójica. Una operación en divisas realizada en el exterior, como resultado de la cual se compran activos locales con moneda nacional barata y con descuento, otorga derechos equiparables a los de una operación con capital de riesgo en divisas ingresadas efectivamente al país y que aumenta a corto plazo la capacidad nacional de producción.

La conversión puede llegar a ser un subsidio para una inversión desplazada, que se habría realizado de todos modos sin ella (FMI, 1986). Hay un subsidio implícito cuando una empresa transnacional con x millones de dólares compra $x/3$ millones en pesos para invertir hoy y remesar mañana desde la región.

Desde otro punto de vista, esta situación se centra en un componente de la inversión extranjera directa —el capital—, pero hace caso omiso de otros, como la tecnología y la capacidad exportadora.

La deuda externa de las empresas transnacionales en la región llegó a 38 100 millones de dólares de los cuales 17 000 millones eran a largo plazo y 5 300 millones correspondían a compromisos con sus matrices (cuadro 6). Es interesante destacar, sin embargo, que, a juzgar por la información disponible, las empresas transnacionales prefieren pagar íntegramente sus deudas y comprar otras baratas.

Salvo casos especiales —como la inminencia de quiebra de empresas viables— la compra de activos existentes por las empresas transnacionales no es de gran beneficio. Además puede fomentar la especulación con el precio de los activos.

Cuadro 6

**DEUDA ESTIMADA DE LAS FILIALES DE
EMPRESAS TRANSNACIONALES DE
ESTADOS UNIDOS, 1977 Y 1982**

(Miles de millones de dólares)

	Valor	
	1977	1982
I. Deuda externa	21.8	38.1
a) Largo plazo	7.3	16.9
Con las matrices	1.5	5.3
Con otros extranjeros	5.8	11.5
b) Corto plazo	14.5	21.3
Con las matrices	5.3	11.0
Con otros extranjeros	9.2	10.3
II. Deuda con entidades del		
país receptor	30.9	47.8
a) Largo plazo	1.9	4.3
b) Corto plazo	29.0	43.5
Total deuda I + II	52.7	86.0

Fuente: Estimaciones del Centro de las Naciones Unidas, sobre Empresas Transnacionales, *Foreign direct investment in Latin America: recent trends, prospects, and policy issues*, UNCTC Current Studies, Series A, N° 3, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas N° de venta: 86.II.A.14, 1986.

3. Repatriación y blanqueo de capitales

Cuando se trata de la vuelta de capitales fugados o el blanqueo de capitales, hay un ahorro positivo en el pago de intereses, sin el defecto de pérdida de divisas en los pagos de la deuda ni en las remesas posteriores. Además, el Banco Central puede reservar para sí parte del descuento cuando hay tal política. La repatriación de capitales es un elemento positivo evidente.

Sin embargo, hasta donde se pueda apreciar por la información disponible y aunque haya que esperar la información pertinente para formarse un juicio definitivo, no se está produciendo una repatriación masiva de capitales como resultado de la conversión. Por otra parte, el éxito del sistema puede llevar a nuevas fugas o movimientos en redondo, es decir, la traída de capitales fugados para volver a ponerlos en operación y sacarlos otra vez del país.

El sistema implica aprovechar la repatriación de capitales para pagar la deuda externa por adelantado que de otra manera quizá se habría re-

negociado a largo plazo. Existen otros usos para ese capital y que son prioritarios para el desarrollo nacional (Arellano y Ramos, 1986).

Desde otro punto de vista, la conversión brinda una nueva posibilidad rentable a empresas que cometieron algún acto ilegal en algunos casos o perjudicial para el desarrollo nacional en otros. Se ha dicho, quizá con ironía, que una de las ventajas de la conversión de la deuda en inversión extranjera sería de que "al ver a los extranjeros comprar empresas locales, los financistas nacionales podrían convenirse de las bondades de invertir en el propio país en vez de remitir sus fondos al exterior" (*Fortune*, 18 de agosto de 1986) con lo cual se podría detener la fuga de capitales.

Desde un ángulo quizás extraeconómico, cabe preguntarse por qué debe premiarse a los dueños de activos en el extranjero con ganancias de capital, mientras que, con el mismo objetivo —el pago de la deuda externa como variable principal de la política económica— se reducen los salarios reales y el gasto público, en perjuicio del bienestar de la mayoría de la población.

4. Finanzas locales

Una ventaja de la capitalización es que el pago de la deuda se efectúa en moneda local y no en divisas. Sin embargo, representa un pago anticipado de la deuda y cabe preguntarse si se justifica en las actuales condiciones de la mayoría de las economías latinoamericanas; el pago se basa en ahorro o capital nacionales, que se substraen de otras posibilidades de uso. Por esta vía pueden producirse efectos especulativos o de mejoramiento efímero con relación a los activos, así como juegos malabares de ganancias patrimoniales entre los agentes económicos (Dornbusch, 1986a).

Desde otro punto de vista, si la conversión implica aumentar la oferta de dinero se podría fomentar la inflación. "Si un acreedor extranjero canjea su crédito sobre la entidad en el país deudor por participación accionaria en la misma entidad no hay flujo de fondos y las condiciones monetarias no se ven afectadas. Si, por otra parte, se pagan fondos locales por la deuda externa canjeada, la liquidez interna normalmente aumentará, si bien la expansión monetaria puede ser limitada de diversas maneras" (*World Financial Markets*, septiembre de 1986). Una de ellas es la aplicación de cupos o cuotas periódicas.

Si los pagarés se canjean por bonos que se convierten en moneda local en el mercado secundario, el sistema no tendrá el mismo efecto inflacionario, siempre y cuando el volumen transado sea relativamente pequeño en relación con la base monetaria nacional. Por otra parte, el programa puede ejercer un efecto inflacionario si la autoridad económica no intenta o no puede neutralizar el impacto monetario de la conversión. Si los pagarés son canjeados directamente por moneda local en el Banco Central la autoridad monetaria debe reducir la oferta monetaria por un monto equivalente para evitar una expansión de la base monetaria.

En ausencia de alicientes claros que orienten el proceso hacia la inversión, su efecto predominante puede ser la cesión de recursos presupuestarios al sistema financiero que maneja estos canjes, los cuales, en última instancia, se convertirán sencillamente en una forma de financiación y no en un estímulo a la inversión auténtica, la cual puede fomentarse con medios mucho mejores y aplicados más precisamente (Dornbusch, 1986b).

Desde el punto de vista fiscal, es posible que la deuda interna en que se incurra para redimir los pagarés devengue intereses mayores que los de la deuda externa original. Por otra parte, puede darse un efecto de expulsión fuera del mercado financiero local.

Por último, una consideración de interés es el efecto de las operaciones de conversión sobre el tipo de cambio, sobre todo en lo que toca al margen entre

el valor oficial y el paralelo. Este dependerá de la demanda creada por las operaciones de conversión y de la oferta de divisas en el mercado negro, no fugadas, pero tampoco oficiales.

5. Control extranjero sobre la economía nacional

De estimarse deseable la inversión extranjera directa, será inevitable aceptar una pérdida relativa de autonomía económica, la que en una situación óptima se verá compensada por otras ventajas. El crecimiento de la inversión extranjera directa por efecto de la conversión puede analizarse por el prisma de la acumulación de esa inversión en toda la historia de América Latina, monto que llega a 60 000 millones de dólares. Las operaciones potenciales de conversión podrían totalizar 20 000 millones de dólares en el lapso de pocos años, lo que da una idea de la magnitud de las transferencias eventuales de activos envueltas en ausencia de restricciones.

Sin embargo, no se trata sólo de un problema de cantidad, sino de calidad. La oferta de activos es hoy más indiscriminada —por la liberalización de políticas— y sus costos son menores, por la recesión. La demanda, por otra parte, es controlada en parte por empresas transnacionales, pero también por bancos transnacionales cuya administración de los activos es por definición transitoria. ¿Corresponde a una situación óptima que los bancos más grandes administren transitoriamente algunos de los mejores activos locales?

IV

Conclusiones y posibilidades futuras

Con la conversión se habría descubierto una forma de elevar la inversión nacional reduciendo la deuda externa del país, con beneficio para todos los sectores involucrados. Sin embargo, plantean problemas algunas modalidades tal cual se aplican actualmente.

Los bancos acreedores ganan con esta operación, porque liquidan una deuda insegura —de otra manera no venderían sus títulos con descuento— o canjean directamente sus activos financieros por activos reales. Al mismo tiempo siguen insistiendo en lograr la cancelación total del resto de la deuda.

Los residentes locales que blanquean capital se benefician también porque obtienen un precio en moneda local por sus dólares que supera al del mercado paralelo. Los inversionistas extranjeros lucran, porque financian con pesos baratos —por la diferencia entre el valor nominal y el pagado— la compra de activos reales a precios de recesión y sus operaciones obtienen algunas garantías de inversión extranjera. Los organismos multilaterales de crédito aprueban, porque el país deudor privilegia así la principal variable de real importancia para ellos, a saber, el pago de la deuda externa. El país trueca una deuda de

origen dudoso y de exigibilidad problemática, por una deuda cierta que se paga desviando fondos que podrían utilizarse para otros fines o traspasando activos reales a sus nuevos dueños, o abaratando su capital de trabajo.

Desde otro punto de vista, la conversión hace imposible la revisión o auditoría de la parte de la deuda externa que se capitaliza, al sobreponerle una transacción comercial que envuelve a terceros. Esto es de importancia en aquellos países en que se ha criticado la legitimidad de la deuda, aparte la eficiencia en su utilización.

En algunos casos se trata de una manera onerosa de reducir la deuda externa y que puede tener efectos colaterales de importancia. Para cumplir los objetivos que convienen al país —reingreso de capitales y aumento de la inversión extranjera productiva— deberían aplicarse políticas especiales que beneficiaran tanto a los países como a sus acreedores, basadas en el propósito de elevar la inversión extranjera en determinados sectores y no exclusivamente en reducir la deuda.

Es evidente también que los diversos sistemas de conversión presentan características muy diferentes. No da lo mismo que el producto de la conversión se aplique a fines directamente productivos, incorpore nuevos capitales, aumente la capacidad de producción y se oriente hacia sectores que generan exportaciones o que, por el contrario, sea de libre disponibilidad —incluso para fines especulativos—, no incorpore nuevos fondos y se concentre en la compra de activos existentes.

Resulta positivo cambiar obligaciones improductivas por posibilidades de inversión, sobre todo cuando el futuro de la inversión extranjera es incierto (Weinert, 1986/1987) pero la prueba de su beneficio para la nación no es su dinamismo, si son inadecuadas las condiciones iniciales.

Los principales bancos de los Estados Unidos han reconocido que las colocaciones riesgosas en el Tercer Mundo han perdido su valor de paridad. Sería pues necesario reconocer el valor de mercado de la deuda. La rebaja que se aplica a su precio oficial representa el valor de mercado de la deuda externa regional, pero se trata de un mercado de características particulares. ¿Por qué pagar más que el precio real de la deuda? Según el mercado secundario de los pagarés, ella tiene un valor inferior por lo menos en un tercio al valor oficial.

Desde otro punto de vista, es difícil comprender cómo los bancos acreedores de América Latina ganan dinero negociando pagarés a un precio, y exigen al mismo tiempo el pago de otros a precios más altos. Los acreedores bancarios no pueden seguir negociando el pago total de los intereses debidos y efectuando renegociaciones multilaterales con los gobiernos, mientras participen activamente en el mercado secundario de pagarés con descuento. Los organismos multilaterales y los gobiernos de los países centrales no pueden seguir insistiendo en el pago del valor nominal de la deuda y al mismo tiempo alabando el mecanismo de conversión.

Por otra parte, es importante destacar en qué condiciones es aceptable la conversión. En la conversión en inversión extranjera es preciso definir qué inversión extranjera se necesita. Para que se efectúe como corresponde debe ajustarse a una política selectiva y eficiente y no basarse en condiciones diferenciales para dar soluciones irreales. Podría exigirse un aporte de nuevo capital proporcional al de la conversión y alentarse la inversión en la producción de transables, restringiéndola en la intermediación financiera.

Las operaciones de conversión podrían estar a cargo de un Fondo Latinoamericano que dedicara el fruto de esas operaciones a inversión.

En lo que toca al capital que debe ser repatriado o blanqueado, French-Davis (1987) ha señalado que un volumen similar quizá podría obtenerse con la aplicación de una tasa preferencial, más un blanqueo de capitales aceptado directamente. De este modo el capital podría encauzarse hacia otros usos, más prioritarios para el desarrollo nacional.

Cabría quizá negociar con los países en que se han colocado los depósitos en el exterior, para que cambien el régimen impositivo que aplican a los depósitos de extranjeros. Como opina Dornbusch (1986b) sobre la política de los Estados Unidos en este aspecto: "Debe reconocerse que la fuga de capitales es en buena medida un problema creado por nosotros mismos. El gobierno, en un afán de financiar nuestros déficit a bajo costo, ha promovido el fraude impositivo internacional en escala sin precedentes. El único objetivo que cabe concebir para eliminar la retención tributaria sobre los activos de los no residentes en los Estados Unidos es el uso del sistema financiero como paraíso fiscal".

Bibliografía

- Arellano, J.P. y J. Ramos (1986): *Capital flight in Chile*. Santiago de Chile. Inédito.
- Centro de las Naciones Unidas sobre Empresas Transnacionales (1986): *Foreign direct investment in Latin America: recent trends, prospects, and policy issues*, UNCTC Current Studies, Series A, N° 3, Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: 86.II.A.14.
- Council of the Americas (1987): *Coping with crisis: U.S. investment and Latin America's continuing economic problems*. Nueva York.
- Dooley, Michael (1987): Market valuation of external debt, *Finanzas y desarrollo*, vol. 24, N° 1, marzo.
- Dornbusch, R. (1986a): artículo en *El cronista comercial*. Mar del Plata, Argentina, 21 de agosto.
- _____ (1986b): *The debt problem and some proposed solutions*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1987): *Finanzas y desarrollo*, vol. 24, N° 1, marzo.
- _____ (1986): *International capital markets*, diciembre.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1987): Debt-equity conversion, *The CTC reporter*, N° 23. Nueva York: Naciones Unidas.
- Moreira, Marcilio Marques (1986): declaraciones en *Time*, 13 de octubre.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (1987): *Financial statistics monthly*.
- Reed, John (1987): Declaraciones en *The Wall Street Journal*. Nueva York, 21 de mayo.
- Shearson, Lehmann Brothers (1987): Loan transactions group, *The economist*. Londres, 21 de marzo.
- Sistema Económico Latinoamericano (SELA) (1987): *Informe a la Reunión Ministerial de Coordinación Latinoamericana previa a la VII UNCTAD (SP/CL/XIII.0/Di N° 5)*, celebrada en San José de Costa Rica entre el 16 y el 20 de marzo de 1987. 30 de marzo.
- Sloakes, Christopher (1986): Getting rid of foreign debt. *Euromoney*. Londres, septiembre.
- Umaña, Alvaro (1987): Costa Rica swaps debts for trees, *The Wall Street Journal*. Nueva York, 6 de marzo.
- Weinert, Richard (1986/1987): Swapping Third World debt, *Foreign policy*, N° 65. Nueva York.

La deuda externa en Centroamérica

*Rómulo Caballeros**

Los países centroamericanos a pesar de haber seguido una política de financiamiento externo relativamente conservadora, no lograron escapar a los efectos de la crisis de los años ochenta. Si bien su deuda externa era principalmente pública o con garantía pública, el aumento de las tasas de interés y la caída de la relación de precios del intercambio generaron desequilibrios externos de consideración que obligaron a aplicar políticas de ajuste drásticas. Se debilitó la actividad económica y los países debieron optar entre buscar nuevas fuentes de financiamiento o transmitir a la economía interna todo el impacto de la crisis.

Aunque en términos absolutos la deuda externa centroamericana apenas sobrepasa el 4% de la deuda total de la región, la relación entre la deuda externa y el producto es el doble de la del promedio latinoamericano. Sólo Guatemala muestra cifras moderadas de endeudamiento relativo. Las diversas rondas de reprogramación realizadas han logrado postergar en alguna medida el problema sin resolverlo, y se han producido retrasos y acumulaciones de intereses y amortización.

El autor precisa que los procesos de renegociación no han considerado las posibilidades reales de cada país para servir su deuda, de modo que los plazos de amortización convenidos han resultado demasiado cortos y los costos demasiado elevados. Señala también que ha de determinarse cuidadosamente el destino de los recursos de inversión de que se disponga, tanto internos como externos, teniendo presente que los recursos externos han de ser un complemento y no un sustituto de los esfuerzos internos de desarrollo.

*Jefe de la Sección de Desarrollo Económico, Comercio Internacional y Estadística, de la Subsección de la CEPAL en México.

Introducción

La economía centroamericana experimenta actualmente los efectos de la más profunda y prolongada crisis económica de los últimos cuatro decenios. El descenso de la producción, combinado con tensiones inflacionarias, ha deteriorado el ingreso real de una proporción importante de la población. Los índices de desocupación y subocupación, ya de por sí elevados, han crecido aún más y también se han agravado otros desequilibrios, entre los que sobresalen el déficit fiscal y el del balance de pagos.

Uno de los desajustes más críticos que condiciona en alto grado el comportamiento económico es el déficit externo. Este alcanza ya en Centroamérica magnitudes sin precedentes, en tanto que, por diversas razones, cada vez resulta más difícil para los países del área tener acceso al financiamiento externo.

Por un lado, la desfavorable relación de precios del intercambio, debida a la inestabilidad de los precios de las exportaciones y al alza sostenida en los de las importaciones, ha minado sistemáticamente el poder de compra de las ventas extrarregionales. Por otro, la inestabilidad señalada, unida a mayores costos, ha desalentado la producción de bienes agrícolas de exportación. El volumen de ventas externas ha tendido por esa razón a estancarse e incluso, en algunos países, a declinar. Si se agrega a ello el descenso experimentado por los servicios de turismo, básicamente a consecuencia de la convulsión sociopolítica que vive la región, así como los crecientes desembolsos por concepto de intereses de la deuda externa, se comprende la situación en extremo difícil que se observa en la cuenta corriente de los balances de pagos.

El continuo ascenso del comercio intrazonal a lo largo de cerca de 20 años muestra el alto grado de interdependencia alcanzado por las economías del Mercado Común Centroamericano (MCC), cuya fuerza autónoma ha sobrevivido a diferencias políticas y de otro orden entre los cinco países del Istmo. Las limitaciones financieras han ido configurando, sin embargo, una situación crítica que amenaza con afectar profundamente al MCC y con acentuar las tendencias depresivas que se manifiestan en cada una de las economías. Si bien subsiste el mercado ampliado, dificultades financieras derivadas de desequilibrios globales en el balance de pagos han inducido a los países a ir aplicando res-

tricciones cambiarias cada vez mayores que han afectado también al comercio intracentroamericano. Por otra parte, los países con superávit en este comercio se han visto precisados a limitar sus ventas ante la imposibilidad de otorgar o ampliar las facilidades de pago a los demás, por su estrechez financiera y por su propia situación deficitaria frente al resto del mundo.

Durante el período 1970-1983, el financiamiento externo dirigido a Centroamérica evolucionó en forma dinámica. Experimentó además cambios importantes derivados de las propias modificaciones de la economía internacional y de las diferentes medidas de política económica en general, así como, en particular, de las modalidades de endeudamiento adoptadas por los países de la región. Esos cambios se expresaron fundamentalmente en el volumen de fondos movilizados, en las fuentes principales de recursos y en las condiciones medias del nuevo endeudamiento.

Así, hasta 1973, el financiamiento externo complementó los esfuerzos nacionales de inversión. Entre 1973 y 1978 aumentó sensiblemente su participación en el ahorro total y fue transformándose en un elemento dinámico que permitió atender los elevados desequilibrios generados por las corrientes de comercio. En ese período coincidieron las crecientes necesidades de financiamiento externo de los

países con una gran disponibilidad de fondos de la banca internacional y con costos de capital reducidos, lo que generó un cambio espectacular en la materia: creció la participación de las fuentes privadas en la deuda pública externa.

A partir de 1978 tal tendencia se acentuó; el financiamiento externo llegó a constituir una proporción mayoritaria del proceso de ahorro, y el precedente de fuentes privadas asumió un papel predominante en el flujo total de fondos externos.

Finalmente, en los últimos cuatro años (1983-1986), la situación se tornó asimétrica. Por un lado, desde 1981 se elevaron rápida y sostenidamente las tasas de interés en el mercado internacional de capitales —aunque en 1986 reflejaron una moderación—, con lo cual se incrementó considerablemente el costo de la deuda previamente contratada y se agudizó el desequilibrio externo de las economías. Por otra parte, las menores disponibilidades de fondos de la banca internacional, unidas a los problemas de liquidez con que tropezaron los países para poder atender sus compromisos crecientes, desalentaron al sistema financiero internacional de seguir trasladando fondos a los países centroamericanos, o al menos a la mayor parte de ellos. Se conformó así el círculo de asfixia financiera que afecta actualmente a la mayoría de las economías centroamericanas.

I

El endeudamiento externo en 1970

La deuda externa de la región ascendía hasta 1970 a 1 350 millones de dólares, de los cuales el 48% correspondía a créditos contratados o garantizados por el Estado, y el 52% a obligaciones del sector privado.

En promedio para el área, la magnitud de los compromisos externos podía considerarse moderada tanto en términos relativos como absolutos. Por ejemplo, la deuda externa por habitante era de 88 dólares, o aproximadamente el 25% del producto anual del promedio centroamericano, y su nivel absoluto casi equivalía al de las exportaciones de bienes y servicios.

Pese a lo anterior, desde el principio del decenio se advertía diferencias importantes entre países,

tanto respecto del valor total como de la estructura del endeudamiento externo. Costa Rica, Nicaragua y Guatemala presentaban en 1970 los mayores niveles absolutos de endeudamiento, en ese orden. Por otra parte, en El Salvador y Guatemala la deuda pública superaba a la privada, en tanto que en Honduras y Nicaragua ambas participaban en medida similar, y en Costa Rica la privada era mayoritaria (69%).

La situación variaba con respecto a la capacidad de pago. En Costa Rica y Nicaragua las obligaciones excedían en cerca de 50% el valor anual de las exportaciones, y tanto el coeficiente de endeudamiento con relación al producto como la deuda por

habitante eran los más altos de la subregión. En un nivel intermedio, la deuda de Honduras casi equivalía al valor de las exportaciones y significaba el 25% del producto; en situación más favorable se encontraban El Salvador y Guatemala.

La deuda pública externa o garantizada por el Estado, alcanzaba un alto nivel en Guatemala y Nicaragua (más del 57% del total centroamericano entre ambos), seguidos por Costa Rica, con una participación del 31%, y proporciones mucho más moderadas para Honduras y El Salvador.

Desde los inicios del decenio de 1970, las fuentes privadas de financiamiento externo habían adquirido para el sector público particular importancia. Sin embargo, la naturaleza de esas operaciones era muy distinta a la de años posteriores. En la mayoría de los casos se trataba de colocaciones de valores públicos con los corresponsales de los bancos centrales en el exterior, a plazos medianos (entre cinco y ocho años) y a tasas de interés preestablecidas, similares a las de otras operaciones de los bancos extranjeros en el momento de efectuar una transacción.¹

¹Debe recordarse que, para entonces, y hasta 1982, las tasas de interés estaban reguladas en los Estados Unidos, principal proveedor de fondos, y sujetas a determinados límites.

En la región en su conjunto, el 36% de la deuda pública externa se había contraído con fuentes privadas, y la mayor proporción del endeudamiento con fuentes oficiales (60%) correspondía a organismos multilaterales de financiamiento.

El servicio de la deuda pública externa (intereses y amortización del principal) de la región en 1970 equivalía al 7% del valor de las exportaciones y a poco menos del 13% del gasto público. La situación era satisfactoria para la mayoría de los países centroamericanos, aunque Nicaragua, Costa Rica y, en menor medida, Guatemala, exhibían porcentajes más altos a causa del elevado endeudamiento absoluto que habían contraído. La carga de la deuda era mucho menor en Honduras y El Salvador, en ese orden.

En síntesis, el saldo de la deuda externa de Centroamérica, en términos absolutos, era pequeño en 1970, aunque en relación con otras variables macroeconómicas (producto y exportaciones) alcanzaba ya cierta relevancia en Costa Rica y Nicaragua. En El Salvador y Guatemala, a diferencia de los otros países, la deuda pública era mayoritaria y en este último país se había contratado principalmente con fuentes privadas.

II

Gestación de los cambios en el financiamiento externo

A partir de 1974 se produjeron dos fenómenos importantes en el mercado internacional de capitales. La generación de excedentes petroleros, a raíz del ajuste de los precios del producto, indujo a una fuerte competencia de los bancos por colocar dichos fondos, a la vez que las tasas de interés se mantenían aún por debajo de la inflación mundial.

Por su parte, los países en desarrollo que eran importadores netos de petróleo, como los centroamericanos, sufrieron los efectos adversos de la economía internacional en una dimensión doble. Por un lado, recibieron plenamente el impacto del alza de los precios de los hidrocarburos, y por otro, tuvieron que soportar el incremento generalizado de precios del resto de los productos importados. Además, si bien poco después de tales aumentos los precios de

algunos de sus productos primarios de exportación subieron, lo hicieron en menor medida que los precios de las importaciones.

En esas circunstancias, los países centroamericanos, al igual que otros de América Latina, se encontraron ante la disyuntiva de ajustar sus economías a las nuevas limitaciones que les imponía el ámbito internacional o de mantener el ritmo de crecimiento histórico, recurriendo a una mayor movilización de recursos externos.

Los efectos de esta última opción y las diferencias en cuanto a las particularidades y la importancia que cada país atribuyó a una u otra alternativa, se reflejan en la diversa situación en que se encuentran esos países a mediados de los años ochenta.

Desde que se intensificó el desequilibrio externo en 1974, los países de la subregión decidieron recurrir, en diferente grado, al financiamiento externo para asegurar el nivel de liquidez internacional adecuado a las necesidades de sus respectivos sistemas productivos. La imposibilidad de obtener suficientes fondos de fuentes multilaterales o bilaterales oficiales los obligó a contratar préstamos elevados y crecientes con la banca privada internacional.

Tres características básicas diferenciaban este tipo de financiamiento del obtenido de fuentes oficiales: i) los préstamos no tenían que destinarse a financiar proyectos productivos o de desarrollo y, por lo general, se utilizaron para liquidar obligaciones del país en moneda extranjera derivadas del déficit comercial; ii) los plazos a los que se convenían eran reducidos, sobre todo para economías con propensión a desequilibrios recurrentes en la cuenta corriente del balance de pagos y, finalmente, iii) la mayoría de esos empréstitos se contrataron a tasas de interés variables, sobre la base de las que se encontraban vigentes en el mercado internacional, en momentos en que era difícil prever hasta dónde habrían éstas de elevarse al poco tiempo.

Cuando se iniciaron las primeras contrataciones de estos créditos (y hasta 1981), el sistema financiero de los Estados Unidos estaba regido por la ley de bancos (*Banking Act*) de 1933, que impedía a los bancos pagar intereses sobre depósitos a la vista y otorgaba atribuciones específicas a la Reserva Federal para fijar límites máximos a la tasa de interés de la mayoría de las operaciones activas y pasivas. Durante los años setenta se le fueron introduciendo algunas modificaciones al sistema financiero estadounidense para liberalizarlo y estimular el ahorro. En 1980, el *Depository Institution, Deregulation and Monetary Control Act* dispuso, entre otras medidas, "la eliminación progresiva de los topes a la tasa de interés a lo largo de un período de seis años... desde

enero de 1981".² El cambio de la política monetaria y las alteraciones de los flujos financieros (derivados de la disminución de los excedentes petroleros, del aumento de la demanda de fondos por el aparato productivo, y del incremento del déficit fiscal de los Estados Unidos), dieron lugar en poco tiempo a alzas espectaculares de las tasas de interés en el mercado internacional. Estas elevaron sensiblemente el servicio de la deuda externa por concepto de intereses en todos los países, y especialmente en los que se habían inclinado por una contratación masiva de financiamiento con fuentes externas antes de que las reglas del juego cambiaran en el principal sistema movilizador de estos fondos.

Durante ese período las condiciones internacionales también incidieron en los costos operativos de los organismos financieros multilaterales. Por un lado, desde los inicios de los años ochenta las disponibilidades de fondos ordinarios se habían expandido más lentamente que las demandas y, por consiguiente, se había ido elevando la participación de fondos especiales originarios de distintos países prestamistas que tenían un costo superior al de los recursos ordinarios.³ Por otro, las modificaciones cambiarias entre los países acreedores, a partir de la flotación del dólar, habían acrecentado el costo de los fondos recibidos de los países que tendían a revaluar sus monedas. De ahí que, aunque lenta y gradualmente, el elemento de subsidio derivado de los empréstitos que otorgaban los organismos oficiales⁴ hubiera ido disminuyendo a lo largo de los años setenta.

²Véase, Charles Collyns y Yusuke Horiguchi, Supermercados financieros en los Estados Unidos, *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, vol. 21, N° 1, marzo de 1984.

³Aunque siempre se ubica dicho costo por debajo de la tasa de interés del mercado internacional.

⁴Significado por la diferencia entre la tasa de interés aplicada y la del mercado internacional, entre otros factores.

III

Evolución reciente del endeudamiento externo y situación en 1986

En la medida en que los factores de inestabilidad financiera en la subregión se fueron conjugando con el debilitamiento de la actividad económica, se agravó la tendencia que caracterizó al financiamiento externo en el período anterior, y más tarde se intensificaron ciertos desequilibrios que se venían observando entre las capacidades de pago de las economías y los compromisos a los que debían hacer frente.

A partir de 1981 descendió el ritmo de crecimiento de la deuda externa total centroamericana y también declinó en cada uno de los países, salvo Guatemala. Así, el incremento medio para el área, que había sido de 18.5% entre 1978 y 1981, disminuyó a 17.8% en el trienio 1981-1983 y a 8.0% entre el último año y 1986. Estas tasas resultaron sin embargo altamente dinámicas frente al debilitamiento de otras variables macroeconómicas. Por lo tanto, en el período 1978-1986, la capacidad de pago de la subregión se deterioró hasta el extremo de que varios países tuvieron que renegociar sus compromisos externos. La deuda centroamericana por habitante de 1986 ascendió a un promedio de 729 dólares (más del doble que en 1978), pero las de Costa Rica y Nicaragua fueron especialmente elevadas (1 400 y 1 700 dólares, respectivamente). En el lapso mencionado el coeficiente de deuda a producto interno se duplicó, llegando a 84% para la subregión; en el caso de Nicaragua, se triplicó. Los pasivos externos equivalieron a más del triple de las exportaciones regionales y la situación se volvió particularmente difícil para Nicaragua y, en menor grado, para Costa Rica.

La moderación en el crecimiento de la deuda externa total se explica por la contracción de las obligaciones del sector privado, ya que éste procuró liquidar sus compromisos -por la elevación de los costos externos sobre las tasas de interés internas- o logró transformarlos en pasivos del sector oficial.

En cambio, el endeudamiento público externo experimentó todavía una aceleración entre 1978 y 1981, especialmente por la influencia de Guatemala, El Salvador y Nicaragua. En el siguiente bienio (1981-1983), el incremento se moderó por las dificultades con que se tropezó durante el último año para

obtener capitales adicionales, aunque todavía fue de 20%; en términos absolutos este crecimiento tuvo una alta significación por el elevado nivel al que había llegado el endeudamiento público externo en los años anteriores. Finalmente durante el período 1983-1986 la deuda pública de la región solamente se elevó 9% a causa de la inercia del financiamiento multilateral.

Desde 1979 -poco tiempo después de la segunda alza de los precios de los hidrocarburos- el déficit externo había ido consumiendo las reservas monetarias internacionales, mientras que el déficit fiscal alcanzaba magnitudes sin precedentes. En ese momento los gobiernos tuvieron que decidir entre ajustar las economías a las circunstancias que imponía la recesión internacional (con todas las consecuencias políticas y sociales que implicaba el deterioro de las condiciones de vida), procurar diferir y suavizar los efectos de la crisis recurriendo a una política de estímulo a la producción (lo cual implicaba una agresiva política de endeudamiento), o bien adoptar una combinación de ambas opciones.

De hecho, y por las particulares circunstancias derivadas de los enfrentamientos sociopolíticos ocurridos en algunos países de la región, en ningún país se renunció a la posibilidad de moderar los nocivos efectos de la crisis, aunque algunos pusieron en ello mayor énfasis y lo hicieron antes que otros. Como consecuencia, el financiamiento público externo se transformó en el elemento decisivo de casi toda la política económica; sirvió de apoyo básico para el proceso de ahorro, financió prácticamente el total de la inversión pública, y permitió cubrir el déficit fiscal, a la vez que se dotaba de liquidez internacional al sector externo.

Como el propósito de ese endeudamiento había sido morigerar los desequilibrios externo e interno, antes que financiar proyectos de desarrollo de largo alcance, parte del crédito nuevo tuvo que contratarse con la banca internacional, que ya operaba con tasas variables de intereses y a plazos cortos. De esa manera, la participación de las fuentes privadas en el saldo de la deuda pública externa de la región ascendió del 36% en 1970 al 42% en 1979 y a prácti-

camente el 50% en 1982. En casi todos los países se registró el mismo fenómeno, y aun cuando en 1983-1986 esa proporción se redujo por el endurecimiento de las fuentes privadas de financiamiento, las cifras centroamericanas siguieron estando fuertemente determinadas por las correspondientes a Guatemala.

Así, las condiciones medias del nuevo endeudamiento se deterioraron de una manera perceptible durante el período 1980-1986, y se agravó el peso de los servicios de la deuda externa en todos los países. En promedio, la subregión tuvo que destinar en 1986 el 39% de sus exportaciones a pagos por este concepto, en vez del 11% en 1978. Esto significó un esfuerzo de particular importancia, sobre todo si se toma en cuenta que los precios de los principales productos de exportación experimentaron un significativo repunte en 1986.

Por otro lado, debe tenerse presente que esos indicadores, y en general todos los flujos relacionados con la deuda externa, han estado afectados durante los últimos tres años por atrasos en las amortizaciones, e incluso en el pago de intereses, especialmente en los casos de Nicaragua y Costa Rica, países que ante la imposibilidad de liquidar sus compromisos, emprendieron diferentes renegociaciones. Para Nicaragua, la situación aparece más crítica si se considera el coeficiente de 1982,⁵ y para Costa Rica los resultados se vieron influidos fuertemente por el pago de adeudos atrasados, cuyos intereses tuvo que liquidar totalmente entre 1982 y 1983.

El deterioro de la estructura de la deuda externa se debió, por un lado, al vencimiento de los plazos negociados en la contratación de los préstamos de fuentes privadas —que resultaron insuficientes para el período que requería la recuperación económica interna— y, por otro, al fuerte incremento de las tasas de interés en el mercado internacional a partir de 1978, y a uno más pronunciado después de 1980, lo que afectó a una proporción importante de la deuda externa centroamericana (alrededor del 30%). Por ejemplo, en 1970, el 29% de los servicios de la deuda externa para toda la región lo integró el pago de intereses; en 1978 esta proporción ascendió al 48% y pese a la baja en las tasas de interés registrada en 1986, la misma excedió del 36%.

Dos países (Guatemala y El Salvador) optaron

por una política conservadora de endeudamiento externo, lo que les permitió llegar al final del decenio pasado con los montos más reducidos de deuda de fuentes privadas. Para el caso de El Salvador estas obligaciones han disminuido durante los últimos cuatro años, debido, en parte, a que los flujos crecientes de ayuda externa oficial y de remesas de salvadoreños residentes en el exterior, han contribuido a aminorar los requerimientos de financiamiento privado; sin embargo, las condiciones medias de las nuevas contrataciones realizadas en 1982 exhibieron un claro deterioro respecto a las logradas en 1980. Por su parte, Guatemala aumentó la participación de las fuentes privadas de crédito observada en 1978 y a partir de 1984 lo hizo aceleradamente, hasta llegar a significar éstas el 42% de la deuda pública externa en 1986. Los indicadores generales sobre las características de la deuda contratada en 1982 reflejaron un deterioro frente a los que se habían mantenido hasta 1980. Por un lado, el plazo medio se redujo significativamente, lo mismo que el promedio del período de gracia y, por otro, la tasa de interés se incrementó.

Inicialmente Honduras mantuvo también una actitud conservadora por lo que respecta a la contratación de financiamiento externo con fuentes privadas, pero luego comenzó a recurrir a ese expediente de manera rápida, sobre todo porque la política monetaria indujo a los bancos privados del país a contratar financiamiento externo para hacer frente a la presión crediticia del aparato productivo. De esa manera, la proporción de la deuda externa con fuentes privadas se elevó hacia finales de 1982 a 35% y la estructura de la deuda externa total apareció ostensiblemente deteriorada con respecto a 1970. De ahí que el plazo medio de las contrataciones de 1982 se redujera en 11 años y la tasa de interés se duplicara con creces.

En el otro extremo, Nicaragua y Costa Rica optaron por una contratación masiva de financiamiento externo con fuentes privadas aunque con motivos distintos. Mientras el resto de los países optó por el endeudamiento externo de esa naturaleza como manera de hacer frente a los efectos de la crisis, para Nicaragua la mayor parte de su deuda se había originado en obligaciones externas del sector privado que debió reconocer y asumir el Estado cuando cambió la situación política. Por ello, desde 1980 las autoridades nacionales tuvieron que emprender complicadas negociaciones y en 1982 la proporción de la deuda con acreedores privados

⁵A pesar de que en ese año se incluyeron ya los resultados de una parte de la renegociación.

ascendió al 53% (es decir, al 32% de la deuda centroamericana con esas fuentes). Debido a la renegociación lograda, el plazo medio de la deuda externa de Nicaragua contratada en 1982 fue de diez años aproximadamente, con un período de gracia de seis años y una tasa de interés de 9%, condiciones cercanas a los promedios de la región.

Costa Rica, en fin, optó por mantener el ritmo de crecimiento económico y las condiciones de bienestar alcanzadas a base de una política decidida de endeudamiento. Así, aprovechando las posibilidades que ofrecía el mercado internacional de capitales, contrató con fuentes privadas proporciones crecientes de financiamiento público externo. Logró sus objetivos en el corto plazo, pero a mediados de 1981 se encontró en grave situación por falta de liquidez internacional e incluso llegó a incurrir en incumplimientos de pago. En 1984, los pasivos externos de origen privado constituyeron el 56% de su total, y representaron el 36% de la deuda centroamericana de esa procedencia. De ahí que el promedio del plazo y del período de gracia de la deuda pública externa contratada en 1982 por ese país (seis y dos años, respectivamente), así como la tasa de interés, hayan sido más adversos que los correspondientes al promedio de la región.

A fines de 1986, la deuda externa global de Centroamérica ascendía a 17 200 millones de dólares, y estaba constituida en su mayor parte (95%) por compromisos del sector público. Nicaragua (5 700 millones) y Costa Rica (3 740 millones) absorbieron más de la mitad de la deuda externa total; la de El Salvador (2 100 millones) fue la menor, y la de Guatemala y Honduras se situó en torno a los 2 640 y 2 930 millones de dólares, respectivamente.

En relación con el peso de los servicios de la deuda sobre las exportaciones de bienes y servicios, los indicadores para 1986 incluyen ciertas distorsiones, como ya se apuntó, derivadas del atraso en que incurrieron algunos países. De todas maneras, Centroamérica en su conjunto debió destinar el 39% de sus ventas de bienes y servicios al pago de intereses y amortizaciones, coeficiente elevado que expresa las condiciones adversas en que se encuentra contratada la mayoría de la deuda externa. El más alto (48%) se observó en El Salvador, que pudo

solventar semejante compromiso gracias a las remesas de salvadoreños en el exterior y a donaciones oficiales que viene recibiendo, y en Costa Rica, que sigue acumulando algunos retrasos. Para Guatemala la proporción sobrepasó el 30% y Nicaragua solamente pudo realizar pagos que representaron el 13% de sus exportaciones, aunque los compromisos que debió cubrir durante el año eran considerablemente superiores.

El deterioro generalizado de las condiciones de la deuda externa ha influido indudablemente en las dificultades de pagos a que actualmente se enfrentan los países centroamericanos. Se estima, sin embargo, que el mayor problema para algunos de ellos es el volumen absoluto de esa deuda, que ha alcanzado—cuando no ha rebasado—los límites que imponen la dimensión de la respectiva economía y su capacidad de pago.

En el ámbito de América Latina sobresale la crítica situación centroamericana. En términos absolutos, la deuda global de la subregión en 1986 sólo representó poco más de 4% de la deuda latinoamericana total, y la del país centroamericano más endeudado (Nicaragua) significó algo más de esa proporción con respecto a la del Brasil; pero en términos relativos, la situación de estos países, salvo la de Guatemala, es muy delicada. En 1983, la relación media entre la deuda externa y el producto interno bruto, que para América Latina fue del 36%, para Centroamérica fue más del doble (81%); las de tres países (Nicaragua, Costa Rica y Honduras), fueron con mucho, las más elevadas de América Latina, y la de El Salvador se acerca a las más altas (Venezuela y Chile). De lo anterior se desprende que Centroamérica ha adquirido una deuda externa que, con respecto a su capacidad productiva, es mayor que la del resto de América Latina.

Desde el punto de vista de la relación entre deuda externa y exportaciones, la situación apunta en la misma dirección. A causa del alto grado de apertura de las economías centroamericanas, la diferencia entre ellas es menor. A Nicaragua le corresponde la relación más alta de la región y el promedio centroamericano de la misma supera a la del resto de los países latinoamericanos.

IV

Los procesos de renegociación de la deuda externa

En la medida en que se fue acentuando el desequilibrio externo de los países centroamericanos, como consecuencia principal del deterioro de la relación de precios del intercambio y del aumento del servicio de la deuda externa por concepto de pago de intereses, las fugas de capital fueron asumiendo magnitudes de consideración.⁶ Las reservas monetarias se fueron reduciendo y al fin se agotaron. Ante la imposibilidad de atender los compromisos externos derivados de la deuda, se produjeron algunas moras en el pago de las amortizaciones (e incluso de los intereses), hasta que los países se vieron en la obligación de emprender nuevas negociaciones para reprogramar el servicio de la deuda externa con la banca privada internacional y, en algunos casos, con las fuentes oficiales bilaterales.

Estas negociaciones se llevan a cabo normalmente entre las autoridades nacionales y comités bancarios *ad hoc*, nombrados por los bancos acreedores en el caso de las fuentes privadas, o con el Club de París, integrado por los principales gobiernos prestamistas, en el caso de la deuda de fuentes bilaterales. Aunque las negociaciones se realizan supuestamente en función de las características y condiciones económicas de cada país en particular, muchas instancias son más o menos comunes a todas ellas.

1. Los acuerdos con el FMI

Los convenios de crédito contingente con el FMI implican la firma de una carta de intenciones en la que el país se compromete a adoptar una política de ajuste y cumplir algunas metas específicas en determinadas variables macroeconómicas para poder realizar los desembolsos usualmente trimestrales que se pactan. Esa condicionalidad, que pretende corregir los desequilibrios fundamentales de la economía,

⁶Aunque no existe información oficial sobre cada uno de los países, el monto aproximado de la fuga de capitales desde Centroamérica en los últimos cinco años habría pasado de 4 500 millones de dólares. Esta estimación deriva de la comparación entre los resultados del análisis del balance de pagos y los montos totales de la deuda externa según registro de los controles cambiarios.

es aplicable tanto al soporte financiero del Fondo como a la utilización de los recursos obtenidos a través de la renegociación.⁷

Por lo general, la política de ajuste incluye medidas para reprimir la demanda agregada (mediante mecanismos fiscales, monetarios y de ingreso) que persiguen adaptar a la situación los elementos básicos del mercado interno (oferta y demanda),⁸ y otras para estimular las exportaciones (utilizando instrumentos cambiarios, arancelarios, etc.) con miras a restablecer el equilibrio externo modificando los precios relativos en favor de los productos de exportación frente a los de consumo interno. Se trata de medidas que con frecuencia han resultado difíciles de conciliar con las prioridades nacionales.

En el caso particular de Centroamérica, tres países concertaron sendos acuerdos de crédito contingente en los últimos cuatro años: Honduras lo formalizó en noviembre de 1982, Costa Rica un mes después, y Guatemala a finales de agosto de 1983.⁹ Como denominador común, los acuerdos incluyeron límites máximos para el crecimiento de los activos monetarios internos, del crédito interno, del déficit del sector público y de los gastos corrientes del gobierno central; además postularon el aumento de los ingresos corrientes del gobierno central, de las tasas de interés —hasta el nivel en que fueran positivas en términos reales— y de las tarifas de empresas públicas, así como determinados niveles para los activos externos netos. Para Costa Rica y Guatemala establecieron el pago de la deuda y de los inte-

⁷Aunque no existen prescripciones formales al respecto, de hecho se ha venido confirmando progresivamente que para los países la firma del requerido acuerdo significa más que la ayuda financiera del FMI —que representa una proporción reducida de las necesidades—, un requisito casi imprescindible para obtener el posterior apoyo del resto de la comunidad financiera internacional.

⁸Se parte de la hipótesis de que el exceso de las importaciones sobre las exportaciones y el incremento de los precios internos se originan en un desequilibrio entre el poder de compra y la actividad productiva interna.

⁹Nicaragua no aceptó la presencia del FMI en sus acuerdos y, aunque sigue cumpliendo con los compromisos ya asumidos con esa institución, ha logrado, como caso muy particular, negociar al margen de la misma.

reses en mora, así como modificaciones cambiarias y, además, para el primero se especificaron reducciones de los salarios en términos reales, y determinados niveles de endeudamiento público externo.

Como puede observarse, las condiciones que impone el FMI para otorgar préstamos con sus recursos y abrir las posibilidades de cualquier renegociación de una deuda, se relacionan con casi todos los aspectos de la política económica interna de los países.

Por múltiples circunstancias, los tres países mencionados tuvieron dificultades para cumplir algunas de las condiciones estipuladas, por lo que los convenios fueron suspendidos antes del plazo originalmente pactado. Actualmente, dichos países se encuentran, con distinto grado de avance, negociando nuevos convenios con el FMI pero sin que aún se haya logrado un acuerdo definitivo.

En el caso de Costa Rica, las condiciones que impone el Fondo son, entre otras: la reducción de 5 000 empleados públicos; la reducción del déficit fiscal al mínimo; la eliminación de las pérdidas cambiarias del Banco Central, y la moderación de los incrementos salariales. Igualmente, Honduras conversó en 1986 con el Fondo con miras a lograr un acuerdo de crédito contingente, teniendo como temas centrales la reducción del déficit fiscal y las modificaciones a la tasa de cambio. Con Guatemala los temas de mayor controversia son los relacionados con la unificación cambiaria, la eliminación de las pérdidas del banco central y la privatización de algunas empresas públicas.

2. Los acuerdos de reprogramación

a) *Nicaragua*. Los trascendentales acontecimientos sociopolíticos que sucedieron en Nicaragua a mediados de 1979 precipitaron su crisis financiera. Como ya se apuntó, el nuevo gobierno se hizo cargo de toda la deuda externa —pública y privada— que se había contratado previamente. Sin embargo, ante la postración en que había quedado la actividad económica nacional, las autoridades manifestaron que les era imposible hacer frente a los compromisos que de ello se derivaban, incluidos algunos retrasos que ya se habían producido.

Por consiguiente, luego de que en el primer año se logró un apoyo financiero y económico bastante amplio, a finales de 1980 se llegó a un primer arreglo con la banca internacional. Esta aceptó, sin el requisito previo del acuerdo con el FMI, renegociar 390

millones de dólares —que correspondían a amortizaciones vencidas o pagaderas entre 1979 y 1982— con un período de gracia de cinco años, un plazo de amortización de siete (con pagos semestrales) y una tasa de interés variable, con un recargo creciente sobre la LIBOR de entre 0.75% y 1.5%, pero con un límite máximo de 7%. La diferencia entre la tasa acordada y la pagada se capitalizaría para comenzar a liquidarla a partir de 1985. Adicionalmente, el país se comprometió a saldar los intereses vencidos (90 millones de dólares) en cuotas semestrales, durante cinco años y a partir de junio de 1981.

Paralelamente, Nicaragua intentó una renegociación global de la deuda bilateral con el Club de París. Sin embargo, la ausencia de un acuerdo formal con el FMI dificultó un arreglo global, por lo que finalmente llegó a acuerdos bilaterales con la mayoría de los gobiernos acreedores.

A finales de 1982, en una segunda ronda, se logró renegociar el monto de las obligaciones del sistema bancario —para entonces ya nacionalizado— y de las empresas recién confiscadas, que ascendía a poco más de 250 millones de dólares, en condiciones similares a las de la negociación anterior.

Finalmente, las otras deudas privadas reconocidas por el Estado —aproximadamente 100 millones de dólares— han sido objeto de negociaciones especiales caso por caso, o documentadas con certificados de depósitos —en dólares— a un plazo de cinco años y a una tasa de interés anual del 7%.

A causa de las condiciones económicas adversas por las que el país atraviesa, no se ha podido cumplir con algunos de los compromisos programados para 1983, de manera que las autoridades se encuentran gestionando una nueva ronda de negociaciones.

b) *Costa Rica*. El elevado nivel de los compromisos de la deuda externa y la crítica situación económica interna del país determinaron, en septiembre de 1981, que “el Gobierno de la República y el Banco Central se vieran en la situación de notificar a sus acreedores, tanto oficiales como bancarios, que Costa Rica no podría continuar atendiendo regularmente el servicio de la deuda”.¹⁰ A partir de entonces, y hasta mediados de 1982, se declararon, pues, en mora tanto las amortizaciones como el pago

¹⁰Véase *Proyecto de ley de ratificación del Acuerdo de Refinanciamiento de la Deuda Pública Externa, y Convenio de crédito revolutivo suscrito entre el Banco Central de Costa Rica, la República de Costa Rica y los bancos acreedores*, San José, 24 de noviembre de 1983, mimeo.

de intereses de parte del saldo de la deuda externa, incluyendo la privada constituida por obligaciones ya vencidas y cuyos deudores habían solicitado las correspondientes divisas. Durante 1981 se dejaron de pagar compromisos de deuda pública por 61 millones de dólares en amortizaciones y 121 millones en intereses. Para junio de 1982, el monto total de los intereses en mora llegaba a 240 millones y las cuotas de capital atrasado ascendían a 520 millones; en el segundo semestre de ese año vencerían otros 300 millones y en 1983 habría que pagar obligaciones por unos 600 millones de dólares adicionales.

Esa situación hizo evidente la necesidad de reestructurar la mayor parte de las obligaciones vencidas, e incluso las que deberían pagarse en 1982 y 1983, con los acreedores privados, por lo que a partir del segundo semestre de 1982 se iniciaron diversas gestiones con ese propósito.

En primer lugar, al finalizar ese año se concertó un nuevo acuerdo de crédito contingente con el FMI que incluía un préstamo por algo menos de 100 millones de dólares, y se acordó una segunda línea de crédito por 20 millones de dólares para compensar fluctuaciones de las ventas externas.

Después se formalizaron acuerdos con la mayoría de los acreedores unilaterales (Club de París) para reprogramar poco menos de 140 millones de dólares de capital a un plazo de cinco años, con cinco de gracia y pagos semestrales a partir de septiembre de 1987.

Por lo que se refiere a la deuda con la banca internacional, en 1981 se constituyó un comité coordinador formado por 12 de los 170 bancos acreedores.¹¹ Las gestiones avanzaron lentamente, hasta que en el segundo semestre de 1982 se comenzaron a obtener resultados significativos, una vez establecidos los primeros términos de referencia, y más aún cuando se formalizó el acuerdo de crédito contingente con el FMI.

Esa primera etapa resultó larga y compleja porque Costa Rica fue uno de los primeros países latinoamericanos en caer en mora de sus obligaciones, e indudablemente fue difícil para los bancos

acreedores comprender el grado de postración financiera a la que había llegado el país.¹²

Finalmente, en diciembre de 1983 se concluyó un primer acuerdo de reprogramación, no sólo del pago de las amortizaciones vencidas (1981 y 1982), sino de los pagos correspondientes a 1983 y 1984, lo que significó, como caso realmente excepcional, una renegociación de los compromisos de cuatro años. El monto total negociado fue de 617 millones de dólares, de los cuales el "Tramo I", equivalente a 475 millones, se reestructuró en un 95% a un plazo de ocho y medio años a partir de enero de 1983, incluidos cuatro años de gracia (1983-1986) durante los cuales sólo se pagarían los intereses; el 5% restante se pagaría el 31 de enero de 1984. El "Tramo II" (142 millones de dólares) quedó pactado a un plazo de siete años y medio a partir de enero de 1984, también con cuatro años de gracia.

En cuanto a los costos de la operación, los márgenes acordados con los bancos para la porción reestructurada fueron del 2.25% sobre la LIBOR o del 2.125% sobre la tasa preferencial de los Estados Unidos. Adicionalmente, los cargos por pagos diferidos y por refinanciamiento se establecieron en 0.25% y 1%, respectivamente.

Por último, para actualizar el pago de los intereses vencidos, Costa Rica logró un crédito comercial rotatorio para importaciones por el 50% de la suma del interés corriente y de los intereses vencidos—lo que en la práctica representó un 80% de los intereses vencidos— a un plazo de tres años y a la tasa de 1.75% sobre la LIBOR o de 1.625% sobre la tasa preferencial de los Estados Unidos.

A mediados de 1986 volvieron a manifestarse algunas dificultades para el pago de los compromisos externos. Las autoridades lograron una reunión con 150 bancos comerciales, con la finalidad de renegociar 1 600 millones de dólares en las siguientes condiciones propuestas por Costa Rica: un plazo de 25 años con siete de gracia, intereses por debajo de la tasa preferencial de los Estados Unidos y un pago limitado a 5 millones de dólares mensuales, hasta cubrir los 30 millones de intereses en mora. Las negociaciones no se han realizado debido a que los bancos comerciales exigen, para considerar la propuesta, que Costa Rica firme un acuerdo de crédito

¹¹El Comité fue encabezado por el Bank of America e integrado por: Bank of Montreal, Bankers Trust Company, Citibank, Deutsch-Südamerikanische Bank, Industrial Bank of Japan, Lloyds Bank International, Marine Midland Bank, Royal Bank of Canada, Security Pacific National Bank y Wells Fargo Bank.

¹²Véase el *Proyecto de ley de ratificación del Acuerdo de Refinanciamiento de la Deuda Pública Externa*, op.cit.

contingente con el FMI, y que pague los intereses en mora desde el mes de junio de 1986.

c) *Honduras*. También en Honduras el peso del servicio de la deuda externa sobre la escasa disponibilidad de divisas empezó a convertirse en un problema desde 1982, aunque de dimensiones menos dramáticas que en los casos anteriores. En consecuencia, desde ese año se iniciaron conversaciones con los bancos privados para reestructurar el pago de parte de las amortizaciones vencidas.

Las negociaciones prosiguieron en 1983, cuando también se incluyeron los vencimientos de 1984, con lo cual el monto involucrado ascendió a poco menos de 125 millones de dólares. A mediados de ese año se llegó en principio a un acuerdo mediante el cual Honduras obtuvo una reestructuración de su deuda por un monto de 123 millones a un plazo de siete años, incluyendo tres de gracia, con una tasa variable equivalente al 2.375% sobre la LIBOR o al 2.25% sobre la tasa preferencial de los Estados Unidos, más comisiones del 0.375% por diferimiento de pago y 1% por refinanciamiento. Sin embargo, el acuerdo ha quedado pendiente de formalización debido, por un lado, a discrepancias sobre el monto de crédito adicional que formaría parte del paquete y, por otro, a que el mismo estaría condicionado a un acuerdo de crédito contingente de parte del Fondo Monetario Internacional, que no se ha podido concluir. De todas maneras, Honduras ha actuado como si la renegociación ya se hubiera formalizado con la anuencia implícita de los acreedores y, por lo tanto,

ha dejado de cubrir a las fuentes privadas parte de las amortizaciones, si bien hasta finales de 1983 había pagado todos los intereses de su deuda externa.

En 1986 se reanudaron las gestiones del largo proceso de renegociación de la deuda con la banca privada internacional. El acuerdo alcanzaría un monto de 218 millones de dólares y, en principio, cubriría la deuda que vencería entre 1987 y 1989. Las autoridades hondureñas propusieron la renegociación del 100% de esos vencimientos, con 16 años de plazo para la amortización, tres de gracia y la tasa interbancaria de Londres sin recargo. El Comité Coordinador de los Bancos Acreedores propuso el pago inmediato del 10% y para el 90% restante, un plazo de 14 años, incluidos tres de gracia, y la LIBOR más $1\frac{3}{4}\%$ de interés.

d) *Guatemala*. A pesar de que, en general, Guatemala ha podido atender sus compromisos externos, los vencimientos de préstamos contratados recientemente por el Banco Central y algunos retrasos transitorios, han obligado a las autoridades a buscar reprogramaciones mediante el tratamiento de caso por caso. Durante 1986 logró renegociar un monto de 202 millones con vencimientos para 1986 y 1987, adeudado a tres acreedores (una financiera internacional privada, Banco de México y el Fondo de Inversiones de Venezuela). Las condiciones variaron en cada caso, pero fundamentalmente consistieron en plazos mayores.

V

Algunas perspectivas

La capacidad de pago que tendrá la región durante los próximos ocho años (1987-1994) estará determinada en parte por las posibilidades que a la región ofrezca la esperada recuperación de la economía internacional; pero también por el esfuerzo interno que se realice para lograr un superávit sostenido y significativo en la cuenta corriente del balance de pagos, así como por el apoyo financiero de la comunidad internacional en respuesta a este esfuerzo. A continuación se formulan algunas estimaciones que pueden servir de referencia para cuantificar tanto el

esfuerzo interno como la cooperación internacional mencionados.

Los cálculos se han basado, ante todo, en las proyecciones de la carga de la deuda actualmente contratada —amortizaciones e intereses—, en las condiciones medias vigentes en 1986, tomando en cuenta las renegociaciones realizadas por Costa Rica y Nicaragua. También se ha tenido en cuenta el posible comportamiento de las exportaciones de conformidad con una hipótesis que se considera razonablemente optimista: el volumen y los precios de

las exportaciones centroamericanas habrán de elevarse gradualmente durante el período hasta lograr los niveles más altos alcanzados entre 1970 y 1985.

A base de esas proyecciones se advierte que cada uno de los países de la región habrá de enfrentar al menos tres años críticos en lo que resta del presente decenio. Además, si no se toman en consideración los compromisos ya asumidos para esos años y se realizan nuevas contrataciones de financiamiento externo cuyo programa de amortización incluya dicho período, podrían presentarse problemas más graves todavía.

Partiendo de lo más inmediato, las proyecciones indican que Nicaragua y Costa Rica sufrirán problemas más agudos en un plazo más corto y durante un período más largo. Para Honduras y El Salvador las dificultades tal vez serán de menor dimensión, pero habrán de presentarse también rápidamente aunque por un período más corto para El Salvador; Guatemala tendrá también que enfrentar tensiones en forma inmediata aunque éstas serán moderadas.

En términos absolutos, y suponiendo que se mantengan las tasas de interés vigentes, la subregión deberá pagar poco menos de 15 000 millones de dólares entre 1987 y 1994 por concepto de amortizaciones e intereses de la deuda pública externa ya contratada, en pagos anuales que oscilarán entre 2 700 y 1 100 millones de dólares. En el caso de que las ventas externas observen el comportamiento proyectado, la relación entre los servicios de la deuda y las exportaciones excederá el 40% en el período 1987-1989, y superará el 30% en el bienio siguiente.

Aun sin tomar en cuenta el servicio de la deuda que contraiga a partir de 1987, Nicaragua, el país más endeudado de la región, se encontrará en una situación extremadamente difícil, puesto que deberá pagar algo más de 4 000 millones de dólares (el 26% de los pagos externos de toda la región), en montos anuales que podrían significar más del doble de sus ventas al exterior en 1988, y más del 100% de las de finales del decenio.

Por su parte, Costa Rica deberá pagar cerca de 4 000 millones de dólares (el 27% del total de la región), lo que le será muy difícil, por cuanto los compromisos anuales equivaldrían a más del 45% de sus exportaciones durante el período 1987-1989, y a más del 25% hasta 1992.

Semejantes y tan prolongados esfuerzos no guardan relación con la capacidad de respuesta de estos países, de manera que, aun contando con un acceso importante a nuevos flujos de capital, parece inevi-

table que tengan que iniciar a corto plazo una nueva ronda de negociaciones que les permita distribuir en un período mucho más largo el pago de sus obligaciones actuales y, sobre todo, lograr que el nuevo financiamiento no incluya el presente decenio en su programa de amortizaciones.

Los otros tres países deberán hacer frente a una situación menos crítica, pero tendrán que destinar, en promedio, cerca del 30% de sus exportaciones al servicio de la deuda pública externa durante los próximos cuatro años (1987-1990) y mantener coeficientes elevados en el bienio siguiente. Para Guatemala se estima que el período difícil será más corto, y que el coeficiente, que podría llegar a más del 40% en 1988, se reducirá rápidamente a partir de 1992.

Por supuesto que la situación podría volverse aún más seria si los efectos de la recuperación económica internacional sobre la economía centroamericana se difirieran o debilitaran, o si retornara la tendencia ascendente de las tasas de interés en los mercados internacionales de capitales. No debe perderse de vista la incidencia que ha tenido el elevado gasto público por concepto de seguridad y defensa, que ha erosionado —directa o indirectamente— la capacidad financiera de algunos gobiernos y, en consecuencia, ha exigido mayores contrataciones de préstamos externos. Si esta situación persistiera en el futuro, las perspectivas serían todavía más adversas.

Se estima, por lo tanto, que en los próximos siete años la capacidad de pago de la región sería pequeña frente a los compromisos contraídos, aun tomando en cuenta la posibilidad de una prolongada y significativa recuperación de la economía internacional y sus benéficos efectos sobre las economías del área.

Esa limitación se debe, en términos generales, a la imposibilidad en que se encuentran los países de generar excedentes en la cuenta corriente del balance de pagos. Aún más, en el caso de los que poseen las mejores condiciones y tienen una deuda todavía manejable referida a otras variables económico-financieras, se está planteando un problema de estrechez financiera que los obligará a contratar nuevos créditos. Esto podrá tender, en el mediano plazo, a deteriorar las condiciones medias de la deuda.

Además, debe tenerse presente que los países que en la actualidad experimentan mayores dificultades tendrán que recurrir a costosos y largos procesos de renegociación que les habrán de significar

nuevos deterioros en sus compromisos con el exterior, y sólo les permitirá aliviar transitoriamente las tensiones del sistema. En efecto, no ha podido conseguirse hasta la fecha que las reprogramaciones de la deuda respondan a las capacidades reales de los países; siempre han implicado un aumento considerable de costos por gastos de renegociación, comi-

siones bancarias y recargos por riesgos sobre la tasa del mercado internacional de capitales. Por regla general, los plazos convenidos han sido insuficientes para permitir la recuperación de la capacidad de pago del país solicitante, lo que ha exigido nuevas reprogramaciones de la deuda con costos todavía más altos.

VI

Las iniciativas de la comunidad internacional

A medida que la crítica situación sociopolítica y económica de Centroamérica ha trascendido al exterior, han surgido algunas iniciativas de la comunidad internacional para determinar las formas y los mecanismos que podrían contribuir de alguna manera a su solución. Por supuesto que los resultados de esas iniciativas mejorarían ostensiblemente las perspectivas de la subregión ya que, si bien los recursos que se necesitan para resolver sus problemas—financieros y económicos en general—exceden su propia capacidad, son de monto reducido en comparación con los flujos financieros internacionales.

1. *La iniciativa para la cuenca del Caribe*

La primera iniciativa se presentó en julio de 1981, fecha en la que los Ministros de Relaciones Exteriores del Canadá, los Estados Unidos, México y Venezuela se reunieron en la ciudad de Nassau, en las Bahamas. En esa ocasión se expresó la preocupación común de los participantes por los problemas económicos y sociales que enfrentaban los países del Caribe y de Centroamérica. Los Ministros subrayaron la necesidad de que se movilizaran recursos financieros hacia Centroamérica para contribuir a mejorar la situación, y consideraron que “sus esfuerzos deberían basarse en un proceso consultivo por el que los donantes potenciales y los recipientes llegaran a una comprensión realista de los problemas y aspiraciones de los países de la cuenca, basada en los planes nacionales y las prioridades de esos países y en los medios disponibles para atender sus problemas”. Sobre la base de un acuerdo de principios en el sentido de que la cooperación externa debería utilizarse esencialmente para la promoción del desarrollo económico y social, y de que

“los países donantes” habrían de quedar en libertad para escoger los países con los cuales cooperarían y las formas en que mejor pudiesen ayudar, los Ministros resolvieron “iniciar de inmediato consultas con los gobiernos de Centroamérica y del Caribe, así como con otros países y con las instituciones financieras internacionales”. El propósito de esas consultas sería determinar el mejor procedimiento para acordar un plan de acción tendiente a facilitar las “medidas comerciales, de inversión o de cooperación que estimularán en la región un desarrollo económico y social sostenido y equilibrado”.¹³

En febrero de 1982, el Gobierno de los Estados Unidos dio a conocer, en forma unilateral, ante la Organización de los Estados Americanos (OEA), las tres esferas de acción incluidas en su llamada Iniciativa para la Cuenca del Caribe: el comercio, la inversión y la asistencia financiera. El elemento básico lo constituye el apoyo a la actividad comercial, a través de la decisión de abrir, durante un período de hasta doce años, una zona de libre comercio sin exigencias de reciprocidad para la mayoría de las exportaciones procedentes de los países de la cuenca del Caribe, con excepción de las de Cuba, Granada y Nicaragua. Esto se concretó en la presentación—y posterior aprobación por el Congreso de los Estados Unidos, en agosto de 1983—de la Ley de Recuperación Económica de la Cuenca del Caribe.¹⁴ La mayoría de los países involucrados ha manifestado su

¹³Véase, Comunicado de la Conferencia de Ministros sobre el Desarrollo del Caribe, Nassau, Bahamas, 11 de julio de 1981.

¹⁴Véase, Ley de recuperación económica de los países de la Cuenca del Caribe, *Acuerdos generales sobre aranceles aduaneros y comercio* (L/5577), 14 de noviembre de 1983.

interés por esta posibilidad, pero sin desconocer las dificultades para lograr resultados perceptibles en el corto plazo, en parte por las limitaciones de la oferta centroamericana, cuyos productos no alcanzan los niveles de calidad y homogeneidad que exige el mercado estadounidense.

El segundo elemento de la iniciativa consiste en otorgar incentivos a la inversión privada estadounidense en los países de la cuenca, mediante exenciones fiscales. Parece poco probable, sin embargo, que se logren avances significativos en esta materia, al menos mientras subsistan los conflictos y las tensiones políticas en la región y no se resuelvan las dificultades con que tropiezan el programa de integración y el intercambio intrazonal. También parece difícil que la inversión extranjera alcance la magnitud que precisan esos países. Por lo menos eso indica la experiencia del pasado, cuando pudo comprobarse el moderado aporte de la inversión extranjera a los flujos provenientes del exterior y a la formación de capital.

La tercera esfera a que se refiere el programa es una asignación para asistencia económica de emergencia, que en 1982 ascendió a 350 millones de dólares para los 27 países de la cuenca del Caribe incluidos en la iniciativa.

2. La iniciativa multilateral impulsada por el Banco Interamericano de Desarrollo

En respuesta a la iniciativa sobre la cuenca del Caribe, los Ministros de Relaciones Exteriores de Centroamérica y Panamá expresaron en la Declaración de Tegucigalpa¹⁵ su voluntad política de abordar conjuntamente las gestiones para obtener mayores niveles de cooperación externa para la región, y elaboraron el esquema institucional que habría de facilitar la movilización de la ayuda.¹⁶

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) asumió en 1982 el encargo que le confiaron los gobiernos del Istmo Centroamericano de procurar movilizar un mayor caudal de financiamiento ex-

terno hacia los países de la región. Con ese propósito, la Administración del Banco llevó a cabo tareas preparatorias tendientes a organizar un foro entre países potencialmente donadores y los seis del Istmo Centroamericano (incluido Panamá). El primer encuentro de esta índole se llevó a cabo en Bruselas en septiembre de 1983. En esa ocasión se reunieron representantes de los gobiernos centroamericanos y de la comunidad financiera internacional "con el propósito de presentar los requerimientos de cooperación financiera de cada uno de los países de Centroamérica, individualmente, así como los de la región en su conjunto". En esa misma oportunidad "se celebró una reunión de consulta, por invitación de los gobiernos centroamericanos, con los representantes de la banca privada comercial".¹⁷

Posteriormente, se celebró un segundo encuentro —menos formal— con ocasión de la Asamblea de Gobernadores del Banco que se llevó a cabo en Punta del Este, Uruguay, en abril de 1984. En esa oportunidad, se empezó a examinar la posibilidad de traducir la iniciativa del Banco en la creación de un grupo consultivo formal que abarcara a los cinco países centroamericanos.¹⁸

Paralelamente, el Banco ha venido desarrollando diversas actividades, entre las que destacan las de asesoramiento nacional para estructurar programas de inversión. Igualmente ha colaborado con los países en el esfuerzo encaminado a incentivar la producción mediante un programa de financiamiento para la rehabilitación y reactivación industrial, así como a estimular las exportaciones por medio del establecimiento de convenios bilaterales de alcance parcial.

3. La iniciativa de Contadora

Desde el principio de 1983 los cancilleres de Colombia, México, Panamá y Venezuela constituyeron el llamado Grupo Contadora en la reunión que celebraron en la isla del mismo nombre, en Panamá. Como es sabido, el Grupo ha desarrollado una in-

¹⁵Véase, Secretaría de Relaciones Exteriores de la República de Honduras, Declaración de Tegucigalpa, anexo del *Informe del Relator de la Reunión de Cancilleres del Istmo Centroamericano*, Tegucigalpa, 15 de agosto de 1981, mimeo.

¹⁶Para mayor detalle sobre los procedimientos, acuerdos y desarrollo institucional, véase, CEPAL, *Evolución de la integración centroamericana en 1981* (E/CEPAL/MEX/1981/L.17), México, D.F., 7 de mayo de 1982.

¹⁷Véase, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), *Reunión Especial del Programa para el Desarrollo del Istmo Centroamericano, Resumen*, Bruselas, 13 al 15 de septiembre de 1983, Washington, D.C. (ICA-5), 11 de octubre de 1983, mimeo.

¹⁸Para algunos antecedentes mediatos de esta iniciativa, véase, CEPAL, *Istmo Centroamericano: el carácter de la crisis económica actual, los desafíos que plantea y la cooperación internacional que demanda* (E/CEPAL/CCE/402/Rev.1), México, D.F., julio de 1981.

tenza actividad diplomática en favor de la paz y la distensión centroamericanas, pero esa iniciativa también tiene una expresión económica. Dentro de una amplia visión sobre los orígenes de los conflictos de la subregión, en efecto, el Grupo apoyó activamente la organización del Comité de Acción de Apoyo al Desarrollo Económico y Social de Centroamérica (CADESCA), dentro del ámbito del Sistema Económico Latinoamericano (SELA), el cual se propone —entre otras acciones— llevar a cabo una serie de actividades para apoyar la movilización de recursos y de cooperación financiera para la subregión.¹⁹ Este instrumento favorecerá también la esperada colaboración de la comunidad internacional y podrá mejorar las perspectivas de la economía centroamericana.

4. La iniciativa de la Comisión Nacional Bipartita sobre Centroamérica del Gobierno de los Estados Unidos

Con el propósito de tratar de concertar un apoyo bipartidista a su política exterior frente a Centroamérica y formular un planteamiento de largo plazo sobre cómo podría contribuir Estados Unidos al desarrollo de la región, la administración estadounidense actual promovió la integración, a principios de 1983, de una comisión bipartita, la cual culminó sus trabajos en enero de 1984 con la presentación del llamado “Informe Jackson”.²⁰ En ese documento se señala que “de no existir un crecimiento sustancial en la ayuda, las perspectivas de una recuperación son, desde nuestro punto de vista, pobres. La solución a la crisis de la América Central no descansa en medidas de austeridad. Creemos que los países de Centroamérica deben por lo menos percibir una

perspectiva razonable de que, con un esfuerzo sostenido de su parte, puedan obtener para el año 1990 los niveles de actividad económica per cápita registrados en 1980... Los requerimientos financieros externos totales entre la actualidad y el año 1990 se han estimado en 24 000 millones de dólares para los siete países en conjunto.”²¹ La Comisión estimó que los organismos multilaterales de financiamiento, otras instituciones de crédito oficiales, inversionistas privados y bancos comerciales podrían aportar alrededor de la mitad de esa suma y que el resto (12 000 millones de dólares) “debería ser otorgado por los Estados Unidos de América”.

En relación con los problemas de la deuda externa, la Comisión opinó que los países de la región “deberían ser estimulados a buscar la renegociación de sus deudas multilateralmente; esto sería diferente a la práctica existente que es esencialmente de reacción”. Y más adelante se señala “No pretendemos que esto afecte a las negociaciones de deudas de países fuera de Centroamérica, pero creemos que la carga de la deuda debe ser tratada como parte del esfuerzo de estabilización de emergencia.”

En términos generales, el informe plantea una estructura institucional ilustrativa que comprendería una organización para el desarrollo de Centroamérica y se apoyaría en una “gran variedad de fuentes de información y análisis económico..., incluyendo por ejemplo las deliberaciones del Grupo Asesor Económico, ahora en organización por el Banco Interamericano de Desarrollo”.

A pesar de todos estos intentos, no se observa un avance importante en obtener de la comunidad internacional los recursos financieros que requiere con urgencia la subregión para asegurarse una razonable perspectiva de recuperación económica.

¹⁹Véanse, SELA, *Reunión de Consulta y Constitución del Comité de Apoyo al Desarrollo Económico y Social de Centroamérica (CADESCA)*. Panamá, 13 al 15 de diciembre de 1983, y Comité de Acción de Apoyo al Desarrollo Económico y Social de Centroamérica, Primera Reunión Ordinaria, *Informe del Relator, Anexo 1, Programa de Trabajo 1984-1985*, México, D.F., 1 al 6 de marzo de 1984.

²⁰Véase, *Comisión Kissinger. Informe de la Comisión Nacional Bipartita sobre Centroamérica*, México, D.F., Editorial Diana, 1984, pp. 63, 69.

²¹Los cinco países centroamericanos, Panamá y Belice.

VII

Algunas conclusiones

De todas las consideraciones anteriores se desprende que las economías centroamericanas han tenido que hacer frente a serios desequilibrios financieros externos, atribuibles principalmente al incremento del servicio de la deuda externa y a la reducción adicional de la disponibilidad de divisas por otras razones. Este incremento ha derivado de préstamos—especialmente de fuentes privadas—contratados en proporciones crecientes a plazos cortos y a tasas de interés variables que se han vuelto particularmente elevadas.

En la medida en que el desajuste económico se agudizó y los países del Istmo se fueron acercando a un punto crítico de liquidez, se retrasaron y acumularon tanto los pagos de intereses como los de las amortizaciones, sobre todo con la banca internacional y con las fuentes bilaterales de financiamiento, y los países de la subregión se vieron obligados a emprender intensas y prolongadas renegociaciones de la deuda.

Esas negociaciones han ido acompañadas por acuerdos de financiamiento con el Fondo Monetario Internacional en casi todos los países. Estos acuerdos encierran, en general, el compromiso de aplicar programas de estabilización económica que comprenden diversas restricciones a la demanda interna global combinadas con políticas de estímulo a las exportaciones, y contemplan, entre otros aspectos, limitaciones del déficit del sector público, una política monetaria contractiva, ajustes de salarios prudentes, políticas de precios que tiendan a restituir a las fuerzas del mercado su papel regulador en la asignación de los recursos, y políticas cambiarias y de tasas de interés realistas que propicien liberalidad en el comercio exterior y en la movilización del ahorro interno.

Aun cuando las renegociaciones han aliviado las presiones del servicio de la deuda sobre el desequilibrio externo—y en buena parte también sobre el desajuste fiscal—, sus resultados han sido, hasta ahora, poco satisfactorios. En primer lugar, la renegociación de la deuda ha significado un aumento de los recargos sobre las tasas de referencia para compensar los costos derivados del retraso de los pagos y del mayor riesgo de la recuperación de los préstamos otorgados. Además, se ha aplicado un

porcentaje por “cargos diferidos” y “refinanciamiento” de parte de la deuda, y los bancos han cobrado otras comisiones, en su carácter de agentes, por concepto de manejo de compromisos de fondos, apertura de cartas de crédito y honorarios legales. En segundo lugar, los plazos otorgados no han correspondido a las posibilidades reales de las economías, sobre todo porque han estado determinados, en gran parte, por las expectativas de que se hiciesen sentir los efectos de la esperada recuperación económica internacional, y de que se eliminaran obstáculos internos.

Por su parte, la política de estabilización—que en todo caso necesita un período relativamente largo para mostrar los supuestos resultados— obliga a los países a mantenerse dentro de un estricto programa de austeridad, que dificulta superar las limitaciones en la producción y reduce las posibilidades de iniciar una recuperación económica interna que permita reconstituir la capacidad para servir la deuda externa de la región.

Por consiguiente, y tomando en cuenta los desafíos (diferentes en grado pero de la misma índole) que deberán enfrentar los países centroamericanos en los años que restan del presente decenio, será necesario definir una cuidadosa política sobre endeudamiento externo por lo que se refiere tanto a la posible renegociación de una parte de la deuda actual, como a la contratación de financiamiento nuevo.

Por lo que respecta a la renegociación, habría que definir el período crítico en el que se tendría que incurrir en atrasos, para prever con anticipación la necesidad de iniciar un nuevo proceso de reprogramación. En esa forma, los países deudores se situarían en una mejor posición y podrían emprender negociaciones multilaterales y eliminar algunos de los costos suplementarios derivados de los atrasos efectivos en los pagos.

Por otra parte, habría que analizar, para cada país, las perspectivas reales de su economía, a fin de que los plazos para las amortizaciones que se señalaran respondieran a posibilidades reales, evitando de ese modo renegociaciones sucesivas que aumentan los costos en cada oportunidad.

Se precisaría la mayor comprensión de la comu-

nidad internacional para con los problemas económicos por los que atraviesa la región, los cuales rebasan la actual crisis económica y corresponden más bien al largo plazo, puesto que de hecho son tres crisis las que se han yuxtapuesto: la económica general, la del programa de integración subregional y la sociopolítica.

Por supuesto, se fortalecería la posición negociadora de los países centroamericanos en la medida en que se encontraran formas de actuación conjunta o se establecieran acuerdos para reacciones concertadas. En ese sentido, parecería que la superación de la crisis del Mercado Común Centroamericano merecería una alta prioridad.

Por lo que se refiere a la contratación de nuevo financiamiento externo, la experiencia del pasado tendrá que tenerse presente en una estrategia nacional de endeudamiento. En primer lugar, deberá reservarse el recurso de las fuentes privadas estrictamente para financiar actividades de alta rentabilidad, de efectos directos sobre la generación de divisas y cuyos períodos de maduración sean congruentes con el plazo en el que debe pagarse lo adeudado. Esto significa que en el futuro deberá darse prelación al financiamiento externo oficial, de fuentes multilaterales y bilaterales, para lo cual ten-

drá que revitalizarse la capacidad nacional de generar proyectos de desarrollo, en la medida de lo posible con bajo contenido importado.

Asimismo, habrá que determinar cuidadosamente el destino de los recursos, entre diversos sectores e instituciones. El endeudamiento externo ha provocado también desequilibrios financieros y estrangulamientos internos en la medida en que los recursos se han dirigido a instituciones con escasa posibilidad de generar fondos propios (en moneda nacional), y en consecuencia sus compromisos han recaído en las endeble finanzas públicas.

En todo caso, durante los próximos años será imprescindible aplicar una política definida de endeudamiento externo que optimice los efectos sobre las economías nacionales de los recursos que se obtengan, a diferencia de lo sucedido en los últimos años. Esto tiene particular importancia porque los recursos externos netos que pueden preverse son muy inferiores a los recibidos en años anteriores, porque a la región se le plantean graves problemas en materia de recuperación y reconstrucción y porque, finalmente, deberá retornarse al principio básico de que los recursos externos constituyen un complemento y no un sustituto de los esfuerzos internos de desarrollo.

Anexo estadístico

Cuadro 1

CENTROAMERICA: SALDO DE LA DEUDA TOTAL DESEMBOLSADA
SEGUN DEUDORES, 1970-1986

	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Millones de dólares													
Centroamérica	1 349	3 390	3 888	4 601	5 908	6 874	7 651	9 834	11 962	13 655	15 106	16 267	17 177
Pública	648	1 863	2 201	2 798	3 776	4 644	6 387	8 582	10 548	12 578	14 118	15 429	16 257
Privada	701	1 527	1 687	1 803	2 132	2 230	1 264	1 252	1 414	1 077	988	838	920
Costa Rica	429	1 032	1 225	1 499	1 870	2 233	2 209	2 687	3 188	3 532	3 752	3 742	3 739
Pública	134	421	535	734	1 112	1 463	1 797	2 315	2 807	3 184	3 419	3 425	3 432
Privada	295	611	690	765	758	770	412	372	381	348	332	317	307
El Salvador	142	502	514	504	986	939	1 176	1 608	1 808	2 023	2 095	2 162	2 093
Pública	117	323	355	358	512	597	1 030	1 391	1 615	1 839	1 909	1 982	1 927
Privada	25	179	159	146	474	342	146	217	193	184	186	180	166
Guatemala	281	465	588	670	821	939	1 053	1 385	1 841	2 149	2 505	2 624	2 641
Pública	152	255	309	381	485	607	764	1 148	1 435	2 000	2 387	2 548	2 470
Privada	129	210	279	289	336	332	289	237	406	149	118	76	171
Honduras	183	502	640	826	980	1 280	1 388	1 588	1 986	2 162	2 392	2 803	2 931
Pública	90	264	344	458	696	864	971	1 162	1 552	1 766	2 041	2 538	2 655
Privada	93	238	296	368	284	416	417	426	434	396	351	265	276
Nicaragua^a	314	889	921	1 102	1 251	1 483	1 825	2 566	3 139	3 789	4 362	4 936	5 773
Pública	155	600	658	867	971	1 113	1 825	2 566	3 139	3 789	4 362	4 936	5 773
Privada	159	289	263	235	280	370	-	-	-	-	-	-	-
Porcentajes													
Centroamérica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	48.0	55.0	56.6	60.8	63.9	67.6	83.5	87.3	88.2	92.1	93.5	94.8	94.6
Privada	52.0	45.0	43.4	39.2	36.1	32.4	16.5	12.7	11.8	7.9	6.5	5.2	5.4
Costa Rica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	31.2	40.8	43.7	49.0	59.5	65.5	81.3	86.2	88.0	90.1	91.1	91.5	91.8
Privada	68.8	59.2	56.3	51.0	40.5	34.5	18.7	13.8	12.0	9.9	8.9	8.5	8.2
El Salvador	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	82.4	64.3	69.1	71.0	51.9	63.6	87.6	86.5	89.3	90.9	91.1	91.7	90.1
Privada	17.6	35.7	30.9	29.0	48.1	36.4	12.4	13.5	10.7	9.1	8.9	8.3	9.9
Guatemala	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	54.1	54.8	52.6	56.9	59.1	64.6	72.6	82.9	77.9	93.1	95.3	97.1	93.5
Privada	45.9	45.2	47.4	43.1	40.9	35.4	27.4	17.1	22.1	6.9	4.7	2.9	6.5
Honduras	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	49.2	52.6	53.8	55.4	71.0	67.5	70.0	73.2	78.1	81.7	85.3	90.5	90.6
Privada	50.8	47.4	46.2	44.6	29.0	32.5	30.0	26.8	21.9	18.3	14.7	9.5	9.4
Nicaragua	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	49.4	67.5	71.4	78.7	77.6	75.1	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Privada	50.6	32.5	28.6	21.3	22.4	24.9	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial, del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional.

^aA partir de 1980 se refiere a la deuda pública externa.

Cuadro 2

CENTROAMERICA: RELACION DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL CON LA POBLACION,
EL PRODUCTO Y LAS EXPORTACIONES, 1970-1986

	1970	1975	1978	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	Dólares									
Deuda externa por habitante										
Centroamérica	88	190	307	379	475	563	626	675	708	729
Costa Rica	248	525	870	969	1 147	1 325	1 430	1 480	1 439	1 404
El Salvador ^a	40	121	218	260	351	391	433	444	453	434
Guatemala	52	74	124	152	195	252	286	324	330	322
Honduras	69	162	285	376	416	502	528	565	641	650
Nicaragua	153	369	489	659	897	1 062	1 239	1 379	1 508	1 705
	Porcentajes									
En relación al producto interno bruto^b										
Centroamérica	24.9	33.8	35.1	37.2	53.7	67.8	74.0	77.0	89.2	83.6
Costa Rica	43.5	52.6	53.1	49.3	99.7	130.6	113.2	101.8	98.0	87.8
El Salvador	13.8	27.5	32.0	33.0	50.2	58.5	61.8	61.1	68.5	53.2
Guatemala	14.8	12.8	13.5	13.4	17.7	24.3	28.0	32.8	42.0	37.0
Honduras	25.3	48.1	54.2	54.6	60.1	75.1	84.2	91.8	103.1	100.4
Nicaragua	40.4	56.8	61.4	87.7	125.8	166.0	207.2	193.7	215.6	252.6
En relación a las exportaciones de bienes y servicios										
Centroamérica	104.4	122.7	125.0	137.1	197.4	270.0	306.9	324.0	364.0	359.8
Costa Rica	154.9	173.1	185.6	184.4	228.7	285.7	311.7	294.3	306.5	271.9
El Salvador	55.5	84.6	106.8	96.8	174.0	219.7	231.7	234.3	253.2	235.2
Guatemala	80.4	59.4	63.3	60.9	95.8	144.1	183.4	203.3	225.8	216.7
Honduras	93.1	145.7	142.6	147.3	179.6	258.9	269.9	287.5	313.5	264.6
Nicaragua	147.3	199.0	157.9	369.4	464.0	702.2	804.5	1 014.4	1 460.4	1 977.1

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco mundial y oficiales.

^a A partir de 1979 se utilizó la cifra preliminar de población estimada por el Ministerio de Planificación (MIPLAN), la cual es distinta a las estimaciones del CELADE.^b A precios corrientes.

Cuadro 3
CENTROAMERICA: SALDO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA SEGUN FUENTE, 1970-1986

	1970	1975	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Millones de dólares										
Centroamérica	648	1 863	4 644	6 387	8 582	10 548	12 578	14 118	15 429	16 257
Fuentes oficiales	416	1 013	2 694	3 336	4 559	5 381	7 734	8 808	10 179	10 731
Multilaterales	251	591	1 599	1 890	2 437	2 764	3 453	4 056	4 932	5 005
Bilaterales	165	422	1 095	1 446	2 122	2 617	4 281	5 752	5 247	5 726
Fuentes privadas	232	850	1 950	3 051	4 023	5 167	4 844	5 310	5 250	5 526
Costa Rica	134	421	1 463	1 797	2 315	2 807	3 184	3 419	3 425	3 432
Fuentes oficiales	96	241	615	658	903	1 081	1 379	1 491	1 654	1 613
Multilaterales	57	140	361	364	468	511	529	609	959	927
Bilaterales	39	101	254	294	435	570	850	882	695	686
Fuentes privadas	38	180	848	1 139	1 412	1 726	1 805	1 928	1 771	1 819
El Salvador^a	117	323	597	1 030	1 391	1 615	1 839	1 909	1 982	1 927
Fuentes oficiales	70	145	388	523	716	822	1 539	1 642	1 764	1 727
Multilaterales	41	78	229	300	385	431	704	771	823	858
Bilaterales	29	67	159	223	331	391	835	871	941	869
Fuentes privadas	47	178	209	507	675	793	300	267	218	200
Guatemala^a	152	255	607	764	1 148	1 435	2 000	2 387	2 548	2 470
Fuentes oficiales	54	129	422	534	729	1 006	1 296	1 406	1 511	1 428
Multilaterales	33	75	285	350	427	522	644	835	966	981
Bilaterales	21	54	137	184	302	484	652	571	545	447
Fuentes privadas	98	126	185	230	419	429	704	981	1 037	1 042
Honduras	90	264	864	971	1 162	1 552	1 766	2 041	2 538	2 655
Fuentes oficiales	86	244	577	618	769	1 009	1 302	1 565	1 954	2 044
Multilaterales	62	163	374	417	503	660	818	1 049	1 345	1 407
Bilaterales	24	81	203	201	266	349	484	516	609	637
Fuentes privadas	4	20	287	353	393	543	464	476	584	611
Nicaragua	155	600	1 113	1 825	2 566	3 139	3 789	4 362	4 936	5 773
Fuentes oficiales	110	254	692	1 003	1 442	1 463	2 218	2 704	3 296	3 919
Multilaterales	58	135	350	459	654	640	758	792	839	832
Bilaterales	52	119	342	544	788	823	1 460	1 912	2 457	3 087
Fuentes privadas	45	346	421	822	1 124	1 676	1 571	1 658	1 640	1 854
Porcentajes										
Centroamérica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	64.2	54.4	58.0	52.2	53.1	51.0	61.5	62.4	66.0	66.0
Multilaterales	38.7	31.7	34.4	29.6	28.4	26.2	27.5	28.7	32.0	30.8
Bilaterales	25.5	22.7	23.6	22.6	24.7	24.8	34.0	33.7	34.0	35.2
Fuentes privadas	35.8	45.6	42.0	47.8	46.9	49.0	38.5	37.6	34.0	34.0
Costa Rica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	71.6	57.3	42.0	36.6	39.0	38.5	43.3	43.6	48.3	47.0
Multilaterales	42.5	33.3	24.7	20.3	20.2	18.2	16.6	17.8	28.0	27.0
Bilaterales	29.1	24.0	17.3	16.3	18.8	20.3	26.7	25.8	20.3	20.0
Fuentes privadas	28.4	42.7	58.0	63.4	61.0	61.5	56.7	56.4	51.7	53.0
El Salvador	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	59.8	44.9	65.0	50.8	51.5	50.9	83.7	86.0	89.0	89.6
Multilaterales	35.0	24.1	38.4	29.2	27.7	26.7	38.3	40.4	41.5	44.5
Bilaterales	24.8	20.8	26.6	21.6	23.8	24.2	45.4	45.6	47.5	45.1
Fuentes privadas	40.2	55.1	35.0	49.2	48.5	49.1	16.3	14.0	11.0	10.4
Guatemala	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	35.5	50.6	69.5	69.9	63.5	70.1	64.8	58.9	59.3	57.8
Multilaterales	21.7	29.4	47.0	45.8	37.2	36.4	32.2	35.0	37.9	39.7
Bilaterales	13.8	21.2	22.6	24.1	26.3	33.7	32.6	23.9	21.4	18.1
Fuentes privadas	64.5	49.4	30.5	30.1	36.5	29.9	32.2	41.1	40.7	42.2
Honduras	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	95.6	92.4	66.8	63.7	66.2	65.0	73.7	76.7	77.0	77.0
Multilaterales	68.9	61.7	43.3	43.0	43.3	42.5	46.3	51.4	53.0	53.0
Bilaterales	26.7	30.7	23.5	20.7	22.9	22.5	27.4	25.3	24.0	24.0
Fuentes privadas	4.4	7.6	33.2	36.3	33.8	35.0	26.3	23.3	23.0	23.0
Nicaragua	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Fuentes oficiales	71.0	42.3	62.2	55.0	56.2	46.6	58.5	62.0	66.8	67.9
Multilaterales	37.4	27.5	31.5	25.2	25.5	20.4	20.4	18.2	17.0	14.4
Bilaterales	33.6	25.2	30.7	29.8	30.7	26.2	38.5	43.8	49.8	53.5
Fuentes privadas	29.0	57.7	37.8	45.0	43.8	53.4	41.5	38.0	32.2	32.1

Fuente: CEPAL: para el período 1970-1982, sobre la base de cifras del Banco Mundial, del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional; para 1983-1986, estimaciones preliminares sobre la base de información oficial.

^aIncluye deuda del Banco Central.

Cuadro 4

**CENTROAMERICA: SERVICIOS DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA
SEGUN COMPONENTES, 1970-1986**

	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Millones de dólares													
Centroamérica	95	264	285	408	491	553	669	1 168	1 626	1 635	1 661	1 620	1 848
Amortización	67	158	156	244	256	258	235	569	798	931	996	987	1 167
Intereses	28	106	129	164	235	295	434	599	828	704	665	633	681
Costa Rica	28	64	67	87	182	196	258	419	748	595	650	638	668
Amortización	21	41	40	51	113	104	80	126	350	247	336	358	392
Intereses	7	23	27	36	69	92	178	293	398	348	314	280	276
El Salvador^a	12	98	89	141	91	119	139	301	223	519	364	255	427
Amortización	6	75	53	109	42	47	67	234	130	397	269	189	330
Intereses	6	23	36	32	49	72	72	67	93	122	95	66	97
Guatemala^a	26	30	25	36	50	67	60	127	221	260	360	363	355
Amortización	20	16	15	14	15	20	18	77	149	175	235	220	195
Intereses	6	14	10	22	35	47	42	50	72	85	125	143	160
Honduras	5	16	28	42	65	113	102	129	231	158	208	296	360
Amortización	3	6	13	20	34	71	48	61	110	72	128	197	237
Intereses	2	10	15	22	31	42	54	68	121	86	80	99	123
Nicaragua	24	56	76	102	103	58	110	192	203	103	79	68	38
Amortización	17	20	35	50	52	16	22	71	59	40	28	23	13
Intereses	7	36	41	52	51	42	88	121	144	63	51	45	25
Porcentajes													
Centroamérica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	70.5	59.8	54.7	59.8	52.1	46.7	35.1	48.7	49.1	56.9	60.0	60.9	63.1
Intereses	29.5	40.2	45.3	40.2	47.9	53.3	64.9	51.3	50.9	43.1	40.0	39.1	36.9
Costa Rica	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	75.0	64.1	59.7	58.6	62.1	53.1	31.0	30.1	46.8	41.5	51.7	56.1	58.7
Intereses	25.0	35.9	40.3	41.4	37.9	46.9	69.0	69.9	53.2	58.5	48.3	43.9	41.3
El Salvador	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	50.0	76.5	59.6	77.3	46.2	39.5	48.2	77.7	58.3	76.5	73.9	74.1	77.3
Intereses	50.0	23.5	40.4	22.7	53.8	60.5	51.8	22.3	41.7	23.5	26.1	25.9	22.7
Guatemala	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	76.9	53.3	60.0	38.9	30.0	29.9	30.0	60.6	67.4	67.3	65.3	60.6	54.9
Intereses	23.1	46.7	40.0	61.1	70.0	70.1	70.0	29.4	32.6	32.7	34.7	39.4	45.1
Honduras	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	60.0	37.5	46.4	47.6	52.3	62.8	47.1	47.3	47.6	45.6	61.5	66.6	65.8
Intereses	40.0	62.5	53.6	52.4	47.7	37.2	52.9	52.7	52.4	54.4	38.5	33.4	34.2
Nicaragua	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Amortización	70.8	35.7	46.1	49.0	50.5	27.6	20.0	37.0	29.1	38.8	35.4	33.8	34.2
Intereses	29.2	64.3	53.9	51.0	49.5	72.4	80.0	63.0	70.9	61.2	64.6	66.2	65.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial, del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional.
^aIncluye servicios de la deuda del Banco Central.

Cuadro 5

CENTROAMERICA: CARGA DEL SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA, 1970-1986

(Porcentajes)

	1970	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Sobre las exportaciones de bienes y servicios													
Centroamérica	7.4	9.6	7.9	8.7	10.6	10.2	12.0	23.4	36.7	36.7	35.6	36.2	39.4
Costa Rica	10.1	10.7	9.5	9.1	18.1	17.9	21.5	35.6	67.0	52.5	51.0	52.3	48.6
El Salvador	4.7	16.5	10.3	13.0	9.9	9.4	11.4	32.6	27.1	59.5	40.7	29.9	48.0
Guatemala	7.4	3.8	2.6	2.7	3.9	4.4	3.5	8.8	17.3	22.2	29.2	31.2	31.7
Honduras	2.5	4.6	6.2	7.2	9.5	13.5	10.8	14.6	30.1	19.7	25.0	33.1	36.1
Nicaragua	11.3	12.5	12.3	14.2	14.3	8.6	22.3	34.7	45.4	21.9	18.4	20.1	13.0
Sobre el gasto público													
Centroamérica^a	12.8	16.3	13.8	15.3	16.7	16.3	16.9	31.2	46.6	38.9	35.6	36.4	38.7
Costa Rica	16.8	14.7	11.4	11.7	21.3	18.0	26.4	89.5	183.3	89.1	91.9	90.5	80.9
El Salvador	8.6	28.6	22.9	26.5	15.1	17.6	22.6	46.7	36.7	73.6	55.2	47.2	58.0
Guatemala	13.2	8.1	4.9	6.0	7.2	8.0	5.0	9.4	17.6	23.7	30.5	30.6	17.0
Honduras	3.8	7.4	10.4	12.3	15.9	25.1	18.7	22.0	37.9	23.4	26.7	36.4	43.1
Nicaragua	22.4	22.0	24.2	22.9	27.2	16.5	17.3	27.4	27.4	9.2	5.9	5.3	3.4

Fuente: CEPAL, sobre la base del cuadro 4.

^aA partir de 1980 el gasto público se refiere a los gobiernos centrales.

Cuadro 6

**CENTROAMERICA: TASAS MEDIAS DE CRECIMIENTO
DE LA DEUDA EXTERNA, 1970-1986**

	1970-1973	1973-1978	1978-1981	1981-1983	1983-1986
Deuda total					
Centroamérica	12.7	25.1	18.5	17.8	8.0
Costa Rica	18.2	21.4	12.8	14.6	1.9
El Salvador	8.0	40.7	17.7	12.2	1.1
Guatemala	4.8	20.5	19.0	24.6	7.1
Honduras	11.8	30.8	17.5	16.7	10.7
Nicaragua ^a	14.0	21.9	27.1	21.5	15.1
Deuda pública					
Centroamérica	17.3	29.2	31.5	21.1	8.9
Costa Rica	22.9	34.9	27.7	17.3	2.5
El Salvador	8.6	27.8	39.5	15.0	2.6
Guatemala	5.8	21.9	33.3	32.0	1.6
Honduras	14.2	39.0	18.6	23.3	14.6
Nicaragua	29.2	23.8	38.3	21.5	15.1
Fuentes privadas					
Centroamérica	21.6	31.2	-16.3	-7.3	-5.1
Costa Rica	35.7	44.4	-21.1	-3.3	-4.1
El Salvador	5.4	29.3	-22.9	-7.9	-3.4
Guatemala	-1.4	14.9	-11.0	-20.7	4.7
Honduras	7.7	112.2	14.5	-3.6	-11.3
Nicaragua	55.1	20.3	...	...	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

^aA partir de 1981, se refiere a la deuda pública externa.

Cuadro 7

**CENTROAMERICA: CONDICIONES MEDIAS DE LA
DEUDA PUBLICA EXTERNA^a, 1970-1982**

	1970	1975	1978	1980	1982
Costa Rica					
Tasa de interés	5.6	7.9	8.6	10.9	14.7
Plazo total	28.0	17.1	15.3	12.6	6.5
Período de gracia	6.0	4.2	5.5	4.6	2.0
Elemento de subsidio	...	13.1	10.1	0.7	...
El Salvador					
Tasa de interés	4.7	6.3	6.0	3.4	8.7
Plazo total	23.0	17.4	23.6	27.3	13.0
Período de gracia	6.0	5.7	6.5	8.1	3.0
Elemento de subsidio	...	27.2	29.5	50.1	...
Guatemala					
Tasa de interés	5.2	7.0	6.1	7.9	9.3
Plazo total	26.0	18.1	21.3	17.8	13.0
Período de gracia	6.0	6.3	6.4	4.6	4.0
Elemento de subsidio	...	21.0	28.4	13.2	...
Honduras					
Tasa de interés	4.1	5.9	7.7	7.0	10.0
Plazo total	30.0	19.4	16.0	23.8	19.0
Período de gracia	7.0	5.5	5.5	6.5	4.4
Elemento de subsidio	...	25.8	15.9	25.8	...
Nicaragua					
Tasa de interés	7.1	7.3	6.4	4.1	9.0
Plazo total	18.0	17.8	17.3	25.7	10.0
Período de gracia	4.0	4.7	6.1	6.6	6.0
Elemento de subsidio	...	20.2	26.2	41.5	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo.

^aSe refiere a las condiciones medias de los préstamos nuevos contratados en los años indicados.

Cuadro 8

AMERICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL Y SU RELACION CON EL PRODUCTO BRUTO Y CON LAS EXPORTACIONES FINALES DE 1983^a

	Saldo de la deuda total (miles de millones de dólares)	Porcentajes		
		Con relación al producto	Con relación a las exportaciones	Servicio de la deuda con relación a las exportaciones
América Latina	311.6	35.7	282.0	-
Centroamérica	13.6	80.9	347.9	36.7
Costa Rica ^b	3.5	139.4	409.0	52.5
El Salvador ^b	2.0	66.4	235.6	59.5
Guatemala ^b	2.1	29.9	195.6	22.2
Honduras ^b	2.2	100.6	340.4	19.7
Nicaragua ^b	3.8	184.9	850.5	21.9
Países exportadores de petróleo				
Bolivia ^c	134.5	38.6	243.0	-
Ecuador ^d	2.7	58.4	277.0	30.8
México ^b	6.2	43.5	236.0	64.0
Perú ^d	85.0	33.0	270.0	44.3
Venezuela ^d	10.6	40.8	238.0	26.3
	30.0	61.8	134.0	13.5
Países no exportadores de petróleo				
Argentina ^b	165.1	33.7	322.0	-
Brasil ^d	42.0	41.4	365.0	53.0 ^e
Colombia ^b	83.0	31.6	345.0	72.6 ^f
Chile ^b	10.3	17.4	230.0	20.8
Guyana ^d	17.6	60.2	317.0	58.6
Haití ^d	0.8	...	...	...
Panamá ^c	0.8	40.9	280.0	8.2
Paraguay ^d	3.1	49.0	...	26.3
República Dominicana ^b	1.3	26.1	224.0	25.0 ^f
Uruguay ^b	2.0	24.4	181.0	49.3 ^f
	4.2	29.5	193.0	41.5 ^f

Fuente: Para Centroamérica, CEPAL, sobre la base de cifras oficiales y del Banco Mundial, y para el resto de los países, CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa* (E/CEPAL/G.1299), Santiago de Chile, 1984.

^a Cifras preliminares.

^b Deuda externa total, pública y privada.

^c Deuda pública.

^d Incluye la deuda pública y la privada con garantía oficial, más la deuda no garantizada de largo y corto plazo con instituciones financieras que proporcionaron información al Banco de Pagos Internacionales.

^e Intereses de la deuda externa total.

^f Servicio de la deuda externa total.

Cuadro 9

**CENTROAMERICA: PROYECCIONES DEL SERVICIO DE LA DEUDA
PUBLICA SOBRE LA DEUDA DESEMBOLSADA A FINALES DE 1986**

(Millones de dólares)

	Total 1987-1994	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Centroamérica	15 243	2 287	2 713	2 200	2 050	1 853	1 653	1 351	1 136
Amortización	10 208	1 399	1 827	1 422	1 366	1 267	1 165	954	808
Interés	5 035	888	886	778	684	586	488	397	328
Costa Rica	4 217	678	784	705	655	526	465	300	140
Amortización	2 929	387	495	486	477	389	366	237	92
Interés	1 288	291	253	219	178	137	99	63	48
El Salvador	1 715	353	254	245	201	196	164	157	145
Amortización	1 158	258	168	166	130	131	104	102	99
Interés	557	95	86	79	71	65	60	55	46
Guatemala	2 828	487	668	357	316	293	254	232	221
Amortización	1 963	320	520	241	210	196	167	155	154
Interés	865	167	148	116	106	97	87	77	67
Honduras	2 414	320	336	337	327	310	276	263	246
Amortización	1 401	178	189	193	191	184	161	157	149
Interés	1 013	142	147	144	136	126	115	106	97
Nicaragua	4 069	449	707	556	551	528	494	399	384
Amortización	2 757	256	455	336	358	367	367	303	314
Interés	1 312	193	252	220	193	161	127	96	70

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial.

Cuadro 10

CENTROAMERICA: PROYECCIONES DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS, 1986-1994

	Tasa media anual (1987-1994)	Millones de dólares								
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Centroamérica	5.3	4 774	5 023	5 285	5 563	5 856	6 165	6 491	6 838	7 205
Costa Rica	4.2	1 375	1 433	1 493	1 556	1 621	1 689	1 760	1 834	1 911
El Salvador	6.0	890	943	1 000	1 060	1 124	1 191	1 262	1 338	1 419
Guatemala	4.8	1 219	1 278	1 339	1 403	1 470	1 541	1 615	1 693	1 774
Honduras	5.0	998	1 048	1 100	1 155	1 213	1 274	1 337	1 404	1 475
Nicaragua	10.0	292	321	353	389	428	470	517	569	626

Fuente: CEPAL.

Cuadro 11

CENTROAMERICA: RELACION DE SERVICIOS DE LA DEUDA PUBLICA A EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS, 1986-1994

(Porcentajes)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Centroamérica	39.4	45.5	51.3	39.5	35.0	30.1	25.5	19.8	15.8
Costa Rica	48.6	47.3	52.5	45.3	40.4	31.1	26.4	16.4	7.3
El Salvador	48.0	37.4	25.4	23.1	17.9	16.5	13.0	11.7	9.7
Guatemala	31.7	38.1	49.9	25.4	21.5	19.0	15.7	13.7	12.5
Honduras	36.1	30.5	30.5	29.2	27.0	24.3	20.6	18.7	16.7
Nicaragua	13.0	139.9	200.3	142.9	128.7	112.3	95.6	70.1	61.3

Fuente: CEPAL, sobre la base de los cuadros 9 y 10.

Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina

*Nicolás Eyzaguirre**
*Mario Valdivia***

A partir de 1982 la afluencia de recursos externos hacia América Latina se interrumpió bruscamente, lo que obligó a los países de la región a configurar políticas económicas coherentes con la escasez de divisas. En este artículo se hace un examen crítico de las políticas aplicadas y se pasa revista a diversas opciones.

Al analizar la disyuntiva de reorientar el gasto y la producción o de comprimir la demanda interna como opciones de política frente a la restricción externa, se concluye que la vía adecuada es una combinación de ambas alternativas. La sola reducción del gasto trae consigo caídas de la producción, y paradójicamente el exceso de gasto sobre producto se enfrenta con políticas que disminuyen el producto. Por otro lado, la sola reorientación del gasto y el producto no basta para enfrentar una situación inicial de exceso de gasto.

Se examinan luego las dificultades que se encuentran al buscar una combinación adecuada de restricción y recomposición del gasto, las que están vinculadas a la evolución en el tiempo de las elasticidades pertinentes, la medición de las expectativas del público y las inflexibilidades en la transformación de la estructura productiva.

Por último, se consideran las diferencias analíticas entre el ajuste individual de una economía pequeña, y el ajuste de un conjunto de economías a la vez; se relativizan los resultados anteriores a la luz de este problema, y se concluye que el ajuste no puede concebirse separadamente de las políticas económicas de los países acreedores.

*Experto en política monetaria de la CEPAL.

**Experto en asuntos monetarios y financieros de la CEPAL.

Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto CEPAL HOL/85/543 "Políticas macroeconómicas y el ajuste en América Latina", financiado con contribuciones del Gobierno de los Países Bajos.

I Introducción

En 1982 América Latina enfrentó un corte brusco de los flujos de recursos externos que había estado recibiendo los años precedentes, con lo cual el balance financiero (es decir, la diferencia entre la afluencia neta de capital y el pago de servicios de capital) se hizo súbitamente negativo (cuadro 1). De este modo, los movimientos financieros provocaron una sangría de recursos de gran magnitud, si se la compara, por ejemplo, con el valor de las exportaciones anuales de la región. Se invirtió así una tendencia de largo plazo caracterizada por la afluencia neta hacia América Latina de recursos financieros del exterior (CEPAL, 1986). Sobra decir que esa tendencia estaba más de acuerdo con la que es dable esperar en movimientos de capitales entre países con diversos grados de desarrollo.

La repentina sangría de recursos arrasó con las reservas de divisas de la región y forzó a reducir fuertemente el gasto interno de los países latinoamericanos. Entre 1981 y 1985 el consumo por persona descendió todos los años, salvo en 1984, de modo que en 1985 fue 10% más bajo que en 1980; la inversión bajó 20% entre 1981 y 1983, con pequeñas recuperaciones en 1984 y 1985; la brusca disminución del gasto (que redujo las importaciones y liberó producción para exportar, como se verá más adelante) tuvo sin embargo efectos muy adversos sobre la producción, y el producto interno bruto per cápita de América Latina cayó 10% entre 1981 y 1983, sin que hasta 1985 hubiera logrado recuperarse apreciablemente (cuadro 1). Pero no ha sido sólo la pérdida de producción y el deterioro del nivel de vida por la reducción del consumo lo que ha debido enfrentar América Latina, sino que también ha visto comprometido su ritmo de crecimiento futuro en la medida en que ha disminuido la acumulación de capital.

La cuenta comercial del balance de pagos sufrió, en consecuencia, el efecto adverso del saldo negativo del balance financiero. Esto era inevitable debido a la magnitud y a la persistencia que alcanzó el drenaje de recursos al exterior. Las maniobras destinadas a financiar este flujo financiero mediante la utilización de reservas internacionales acumuladas previamente no podían persistir más que por breve plazo. Solamente en 1982 pudo América Latina financiar el saldo negativo del balance financiero con el exterior sin recurrir a un superávit comparable en

sus transacciones comerciales (cuadro 1). Ese año, en efecto, se perdieron reservas por 22 000 millones de dólares, equivalentes a una cuarta parte del valor exportado en el mismo período. En adelante la salida de recursos financieros se financió con un drenaje más o menos equivalente de recursos reales netos.

De este modo, y con marcados efectos recesivos, los gastos y la producción internos se ajustaron y adecuaron a la necesidad de generar la producción excedentaria requerida de bienes y servicios transables internacionalmente. A partir de 1983, América Latina produjo superávit sin precedentes en su comercio externo, a pesar de la caída de la relación de precios del intercambio (cuadro 1). El resto del mundo, principalmente el conjunto de los países industrializados, comenzó a absorber producción latinoamericana en términos netos. Este desahorro del exterior, equivalente a alrededor de un tercio del valor exportado por la región en 1983-1985, condujo a la violenta caída de la inversión ya señalada, pese a que la reducción del consumo per cápita, concordante con la caída del producto interno bruto per cápita, no sólo permitió no reducir la proporción del PIB que se ahorra, sino que también elevarla significativamente en 1985.

Uno de los efectos más dramáticos de este ajuste recesivo de las economías latinoamericanas a las

nuevas condiciones externas ha sido de índole distributiva. El descenso del producto produjo fuertes aumentos del desempleo (cuadro 2); por otra parte, en muchos países latinoamericanos los salarios reales bajaron más que el producto interno bruto per cápita (cuadro 3). Ambos hechos, permiten suponer fundamentalmente que han disminuido, tanto la participación del trabajo en el producto, como el nivel de bienestar de los más pobres, y refuerzan la percepción intuitiva de que el ajuste recesivo ha agudizado la pobreza que afecta a vastas capas de la población latinoamericana.

La reversión de las corrientes de recursos financieros del exterior tuvo su origen en la abrupta reducción, a cifras inusitadamente bajas, de las entradas netas de capital a partir de 1982. Por otra parte, desde fines de los años setenta y hasta 1981, se había producido un aumento sustancial de los ingresos de capital a la región, sobre todo bajo la forma de créditos externos (Massad, 1986). Como resultado, la deuda externa creció aceleradamente, triplicándose entre 1978 y 1982. En este último año superó los 300 000 millones de dólares (cuadro 4), cifra tres veces superior al valor exportado anualmente por América Latina. En tales condiciones, una tasa de interés de 10% sobre la deuda significaba destinar 30% de las exportaciones al pago de servicios financieros. Como la tasa internacional superó larga-

Cuadro 1

AMERICA LATINA (19 PAISES)^a: INDICADORES DE AJUSTE, 1980-1985(Miles de millones de dólares^b y porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balance financiero ^c	12	10	-19	-31	-26	-30
Por unidad de valor exportado	0.13	0.10	-0.22	-0.35	-0.27	-0.33
Balance comercial ^d	-10	-13	-3	-26	34	30
Relación de precios del intercambio (tasas de variación)	4.2	-7.6	-8.9	-1.8	4.1	-2.9
Inversión	188	183	153	120	124	128
Tasas de variación	11.1	-2.7	-16.2	-11.6	3.6	3.2
Consumo per cápita (tasas de variación)	2.8	-1.1	-3.8	-5.4	0.6	-0.7
PIB per cápita (tasas de variación)	3.0	-1.9	-3.8	-4.8	0.9	0.3

Fuente: CEPAL.

^aIncluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

^bLa inversión, el consumo y el producto interno bruto están expresados en términos de precios de 1980.

^cDiferencia entre la afluencia neta de capital y el pago neto de servicios de capital.

^dExportaciones menos importaciones de bienes y servicios no financieros.

Cuadro 2

**AMERICA LATINA (15 PAISES):
DESEMPLEO URBANO, 1980-1985**

(Tasas medias anuales)

País	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	2.6	4.7	5.3	4.6	4.6	6.3
Bolivia	7.5	9.7	9.4	12.1	12.6	15.0
Brasil	7.2	7.9	6.3	6.7	7.1	5.3
Colombia	9.7	8.2	9.3	11.8	13.5	14.1
Costa Rica	6.0	9.1	9.9	8.6	6.6	6.7
Chile	11.7	9.0	20.0	19.0	18.5	17.0
Ecuador	5.7	6.0	6.3	6.7	10.5	10.4
Guatemala	2.2	2.7	4.7	7.6	9.7	12.9
Honduras	8.8	9.0	9.2	9.5	10.7	11.7
México	4.5	4.2	4.1	6.7	6.0	4.8
Panamá	9.8	11.8	10.3	11.4	11.1	11.5
Paraguay	4.1	2.2	5.6	8.4	7.4	5.2
Perú	10.9	10.4	10.6	13.9	16.4	17.6
Uruguay	7.4	6.7	11.9	15.5	14.0	13.1
Venezuela	6.6	6.8	7.8	10.5	14.3	14.3
Promedio ^a	6.9	7.2	8.7	10.2	10.9	11.1

Fuente: CEPAL.

^aPromedio aritmético.

mente este valor a partir de 1979, los intereses de la deuda externa, en especial desde 1981, gravitaron muy pesadamente en la cuenta corriente del balance de pagos (cuadro 4). Y después de que se interrumpió la afluencia de capital en 1982, todo el penoso

esfuerzo de ajuste del comercio exterior de la región no bastó para compensar el pago de intereses: la cuenta corriente continuó en rojo y la deuda siguió creciendo (cuadro 4).

Los indicadores del ajuste y de los flujos financieros externos (cuadros 1 y 4) muestran que para comprender la evolución que ha tenido el balance de pagos de América Latina en años recientes es preciso considerar al menos dos aspectos complementarios. Uno es el mayor o menor financiamiento externo neto del que ha dispuesto la región; el otro es la forma en que las economías internas han adecuado el gasto y la producción de bienes y servicios transa-

Cuadro 3

**AMERICA LATINA (7 PAISES):
SALARIOS REALES MEDIOS,
1980-1985**

(Tasas porcentuales de variación)

País	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	11.8	-10.6	-10.4	29.3	26.9	-9.9
Brasil	1.5	6.0	9.8	-8.6	-0.1	9.7
Colombia	0.8	1.4	3.7	5.0	7.5	-3.7
Chile	9.0	9.1	-0.4	-10.6	0.3	-6.5
México	-4.3	2.4	5.2	-27.7	-4.2	-0.6
Perú	12.4	-8.6	2.0	-7.3	-13.5	-20.5
Uruguay	-0.4	7.5	-0.3	-20.7	-9.1	12.6

Fuente: CEPAL.

Cuadro 4

**AMERICA LATINA: INDICADORES DE FLUJOS FINANCIEROS EXTERNOS,
1973-1985**

(Miles de millones de dólares)

	1973- 1979 ^a	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ingresos netos de capital	17.6	29.5	37.3	19.8	3.0	10.3	4.7
Deuda externa	102.3	222.5	277.7	318.4	344.0	360.4	368.0
Intereses pagados ^b	7.6	17.9	27.1	38.7	34.2	36.1	35.1
LIBOR ^c	8.8	14.0	16.8	13.6	9.9	11.3	8.6
Balance de la cuenta corriente	-12.2	-28.1	-40.4	-40.6	-7.4	-1.0	-4.4

Fuente: CEPAL.

^aPromedios anuales.

^bIncluye intereses de deuda externa y utilidades de inversiones directas.

^cTasa anual para operaciones en dólares en Londres, a 180 días.

bles internacionalmente a la restricción del financiamiento.

El primer aspecto se refleja en el saldo de la cuenta de capitales del balance de pagos, incluidos los flujos netos de intereses y utilidades. En los últimos años el problema medular en este terreno ha derivado de la deuda externa, por su gran magnitud, el alza de la tasa de interés internacional y la menor disponibilidad de créditos nuevos.

El segundo aspecto ha guardado relación con la necesidad de compatibilizar el saldo de la cuenta comercial con el saldo negativo del balance financiero. Por cierto, este ajuste de la cuenta comercial se da en el marco de condiciones del comercio mundial que también pueden estar experimentando bruscas mutaciones (deterioro de la relación de precios del intercambio, aumento de restricciones cuantitativas a las exportaciones latinoamericanas en los países industrializados, y otras).

En general, si se aplica el conocido esquema que distingue entre dos tipos de bienes y servicios, los transables internacionalmente (T) y los no transables internacionalmente (N), esto puede plantearse así: si G es gasto, Y es producto y P es el precio de los bienes y servicios N con respecto a los T , entonces por definición:

$$G - Y = G_T - Y_T + P (G_N - Y_N)$$

Ahora bien, $G_T - Y_T$ corresponde al saldo de la cuenta comercial del balance de pagos, el cual debe ser equivalente al saldo del balance financiero (BF). Este último a su vez equivale a la entrada neta de capitales (dD), descontados los pagos por servicios de capital externo (rD), en que D es el acervo neto de capital y r la tasa media de interés devengada por éste.¹ Es decir:

$$G - Y + P (Y_N - G_N) = BF$$

$$BF = dD - rD$$

En rigor, BF no es una variable que no pueda ser considerada, en principio, como parte constitutiva de los procesos de ajuste² o susceptible de ser modi-

ficada por las políticas de ajuste. Si bien D y r deben ser consideradas como datos para la política económica interna,³ no puede sostenerse lo mismo, en principio, de las entradas de capital dD . A fin de cuentas existen teorías no poco desarrolladas sobre la cuenta de capitales del balance de pagos.⁴ Estas teorías muestran que determinadas variables económicas internas contribuyen a explicar la magnitud que adquieren las entradas netas de capital.

En general, si i es la tasa de interés interna, r la tasa de interés internacional y e es la variación esperada del tipo de cambio, entonces

$$i - e - r$$

representa el incentivo en favor de la entrada de capitales que deriva de la diferencia de retornos. En la medida en que i y e son variables sensibles a la política de ajuste, dD también debería serlo.

Ahora bien, estas teorías que tratan al mercado de crédito como un mercado más y a la tasa de interés como un precio de equilibrio cualquiera han sido objeto de mucha discusión y crítica (Aliber, 1973; Dufey y Giddy, 1978; Stiglitz y Weiss, 1981; Fernández, 1983; Sarmiento, 1985; Eyzaguirre, 1987a; Zahler y Valdivia, 1987). Más allá de eso está el hecho empírico evidente de que en los últimos años América Latina ha enfrentado una oferta de fondos externos notablemente rígida (Massad, 1985). De esta manera, existe un plazo no necesariamente corto, durante el cual BF debe ser considerado como una variable exógena y que condiciona el proceso de ajuste.⁵ El propio esquema de ajuste del FMI da un tratamiento de este tipo a la entrada neta de capitales dD (Zahler, 1986). Esto parece coherente con el hecho de que ni siquiera los acuerdos con el FMI han provocado reanudaciones significativas de corrientes financieras desde el exterior (Abramovic, 1985).

En lo que sigue se desarrollan tres visiones del problema del ajuste. La primera de ellas es la con-

¹Las reservas de divisas pueden ser consideradas inversiones financieras en el exterior; por lo tanto, sus variaciones están incluidas en el saldo del balance financiero. Otra opción es suponer que el nivel de esas reservas se mantiene constante. En momentos de ajuste ante un choque externo prolongado, cuando tales reservas han llegado a límites inferiores difícilmente franqueables, ambas posibilidades son prácticamente equivalentes.

²Con mayor razón si se admiten los movimientos de las reservas de divisas como parte de BF. De acuerdo con lo señalado antes, estos movimientos serán excluidos del análisis.

³O, más bien, como parámetros que pueden modificarse a través de negociaciones políticas, pero que no pueden ser manipulados por la política económica en cuanto tal. Es decir, D y r representan los valores de la deuda y de la tasa de interés de ésta, a los cuales deben adecuarse las políticas de ajuste.

⁴Véase una excelente revisión de ellas en Meller, 1987.

⁵Más adelante se vuelve sobre este tema, en lo que se refiere al comportamiento de los prestamistas internacionales a lo largo de los ciclos económicos internos y externos.

ceptualización ortodoxa o de ajuste de mercado. La segunda es una crítica a esa conceptualización en función de las rigideces internas de las economías que se ajustan. La última toma en cuenta considera-

ciones externas a las economías en proceso de ajuste, y plantea la necesidad de tratar el problema del ajuste desde una perspectiva global, que incluya las políticas económicas de deudores y acreedores.

I

El esquema sintético de ajuste en condiciones de plena flexibilidad

El esquema de ajuste del balance de pagos empleado más comúnmente en la actualidad para elaborar las políticas de ajuste es una síntesis del enfoque de absorción, que hace hincapié en los excesos de gasto global, y del enfoque basado en los precios relativos, que subraya el problema de la desalineación del tipo de cambio real. Cuando el conjunto de bienes y servicios producidos se divide entre importables y exportables, este último enfoque se denomina “de las elasticidades”. Se ha preferido aquí —está indudablemente más de actualidad— la partición entre bienes y servicios transables internacionalmente, y bienes y servicios no transables internacionalmente (Dornbusch, 1980).⁶ (El tema de los diversos modelos de ajuste del balance de pagos se examina en Meller, 1987.)

La siguiente es una interpretación neoclásica de tal esquema sintético, que supone la existencia de plena flexibilidad de precios en los diversos mercados.

Utilizando la terminología ya explicada, la identidad macroeconómica básica es la siguiente:

$$G - Y + P(Y_N - G_N) = BF$$

Dado un cierto balance financiero, la economía se encuentra en equilibrio si todo lo que se produce se vende y todas las demandas son satisfechas en ambos sectores. Vale decir, existe un exceso de gasto global equivalente al balance financiero, exceso de gasto que debe concentrarse en el mercado de bienes y servicios transables, puesto que en el de los no

transables, de haber equilibrio, debe igualarse gasto y producto:

$$\begin{aligned} G - Y &= BF \\ P[Y_N - G_N] &= 0 \end{aligned}$$

El ajuste es un proceso de corto plazo. Se supone, en consecuencia, que el acervo de capital está fijo en cada uno de los sectores productivos, tanto de bienes y servicios transables como de los no transables. De ser así, ambas funciones de oferta (Y_N , Y_T) están sujetas a rendimientos decrecientes, o sea, tienen costos marginales crecientes. Por lo tanto, puede aceptarse que Y_T y Y_N dependen exclusivamente de los precios relativos (P).⁷ Las funciones de demanda (G_N , G_T), por su parte, dependen de P y del gasto global (G).

En el gráfico 1 se sintetizan los equilibrios sectoriales y globales mencionados. En los cuadrantes I y III se han dibujado ofertas y demandas de bienes y servicios transables y no transables, respectivamente. En el cuadrante II se ha dibujado una hipérbola equilátera para transformar P en P^{-1} . En el cuadrante IV aparece, como resultante, la curva de transformación o de potencialidades productivas.

Dado el precio relativo P , el punto A sobre la frontera de producción refleja un equilibrio en ambos mercados, en A_N y A_T , y por lo tanto un equilibrio global entre gasto y producto, o sea, $BF = 0$. En el punto B existe un exceso de gasto global y, dado que al precio P el mercado de bienes no transables está equilibrado en A_N , dicho exceso de gasto se

⁶Por razones de brevedad, en adelante nos referiremos a los bienes y servicios transables internacionalmente como bienes transables, y a los bienes y servicios no transables internacionalmente como bienes no transables.

⁷También dependen, obviamente, de los respectivos acervos de capital y del total de trabajo disponible.

Gráfico 1

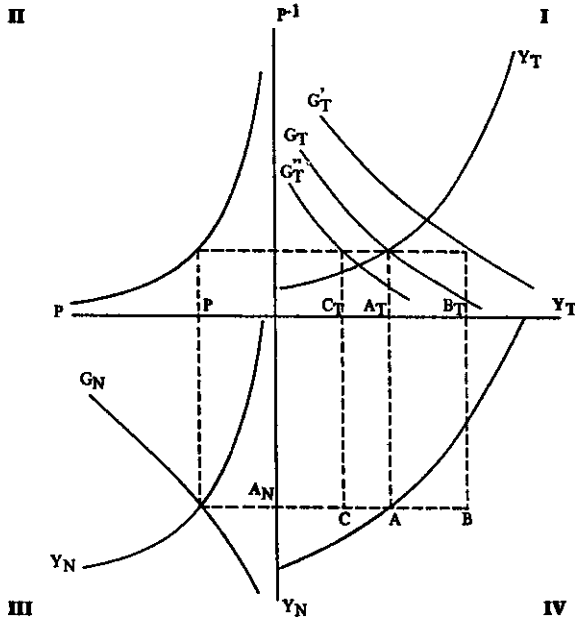
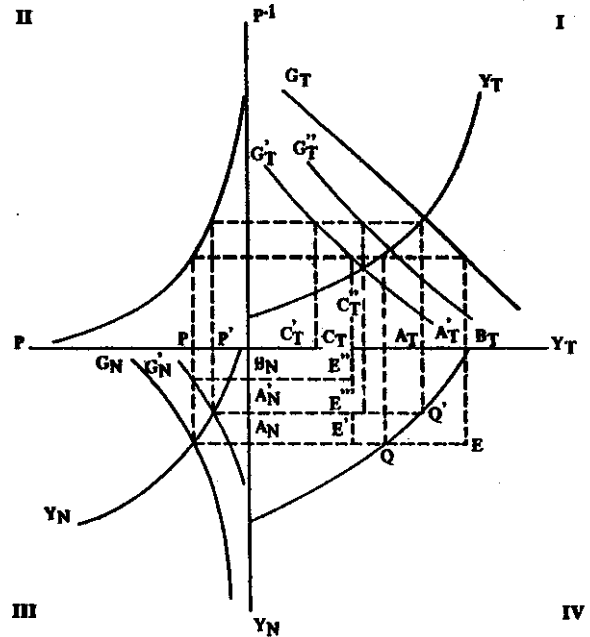


Gráfico 2



da en el mercado de bienes transables (equivale a $B_T - A_T$). La demanda y la oferta internas de transables no se igualan; sin embargo, si existe un financiamiento externo disponible $BF = G - Y = B_T - A_T = dD - rD$, entonces el punto B es de equilibrio en el sentido de que toda oferta encuentra su demanda y toda demanda encuentra su oferta. En el caso de los bienes transables esa oferta es en parte interna (A_T) y en parte internacional ($B_T - A_T$). En el punto C existe un exceso de producto global y de bienes transables equivalente a $A_T - C_T$. En este caso $BF = Y - G = A_T - C_T = dD - rD$ es negativo: los intereses acumulados de la deuda externa son mayores que los ingresos de nuevos créditos. El punto C es de equilibrio en el sentido de que el superávit de bienes transables $A_T - C_T$ encuentra una demanda externa.

Si se enfrenta un choque financiero negativo, es decir, una disminución brusca del volumen de financiamiento externo (BF se reduce) la economía internase ajusta obligatoriamente.⁸ Supóngase (gráfico 2) que se parte de una situación en que al precio relativo P se equilibra el mercado de bienes no transables en A_N y se produce un exceso de gasto en el

mercado de bienes transables equivalente a $B_T - A_T$. Esta situación es sostenible si existe un financiamiento externo $BF = B_T - A_T$. La economía se encuentra produciendo en $Q = (A_N, A_T)$, sobre su frontera de producción, y se encuentra gastando en $E = (A_N, B_T)$, por encima de sus posibilidades productivas. Acéptese ahora que, sea por un aumento de r o por una reducción de la entrada de capital dD , se produce una reducción de BF, variable que se hace negativa y equivalente a $C_T - A_T$.

Supóngase provisoriamente que la disminución del financiamiento externo se enfrenta sin modificar P. En tal caso, las cantidades ofrecidas en ambos sectores se mantienen inalteradas, $Q = (A_N, A_T)$ y el producto Y no cambia. En consecuencia, el ajuste de BF ante la merma del financiamiento se da exclusivamente por el lado de la reducción del gasto. Bastaría, en rigor, con disminuir el gasto en bienes transables de B_T a C_T , bajando la demanda de G_T a G'_T . Si el precio P está fijo, esto solamente puede hacerse modificando la canasta de gasto total de E a $E' = (A_N, C_T)$.

Ahora bien, la reducción del gasto total se expresará en una reducción equivalente del gasto en bienes transables sólo si T y N son perfectamente sustituibles. En caso contrario, lo que es obviamente más realista, la reducción del gasto total arrastrará

⁸En el apéndice se analiza lo que sigue en términos matemáticos.

consigo también a la demanda de bienes no transables (por ejemplo, de G_N a G_N'). Si P se mantiene fijo, la posición del gasto total cae a $E'' = (B_N, C_T)$. Esta es una reducción excesiva, puesto que junto con satisfacerse la restricción externa $BF = C_T - A_T$ se genera un exceso de oferta ($A_N - B_N$) en el mercado de bienes no transables.

El desequilibrio en el mercado de estos bienes no puede persistir si los precios son flexibles: P se reducirá hasta P' mientras el exceso de oferta persista. Debido a esto, la producción de los no transables se contraerá hasta A_N' en tanto que la de los transables aumentará hasta A_T' . De haber plena flexibilidad, la economía se trasladará instantáneamente del punto $Q = (A_N, A_T)$ al punto $Q' = (A_N', A_T')$, en la frontera de sus posibilidades productivas. El efecto final sobre el producto global dependerá de las unidades en las cuales éste se mida. En unidades de bienes transables, el producto se reducirá; lo contrario ocurrirá si se expresa en unidades de bienes no transables. Por lo tanto, si se utiliza un deflactor que pondere los precios de ambos grupos de bienes de acuerdo con la participación de las respectivas producciones en el producto total, el producto real no tiene por qué caer como resultado del ajuste. Esta es una consecuencia fundamental del esquema sintético de ajuste en condiciones económicas de tipo neoclásico. Y lo mismo ocurre con el empleo: tanto Q como Q' son puntos de empleo pleno.

Al precio P' el mercado de bienes no transables se encuentra nuevamente en equilibrio, ahora en A_N' . En el mercado de los transables, la producción aumenta a A_T' , como ya se señaló, y el gasto se reduce a C_T' si la función de demanda es G_T' . Se ve pues que el exceso de oferta en este mercado ($A_T' - C_T'$) es superior a las exigencias impuestas por las nuevas condiciones financieras externas $BF = C_T - A_T$. Esto quiere decir que la reducción de la demanda de T no tiene por qué ser tan pronunciada. Por ejemplo, una reducción hasta G_T'' sería suficiente. Como $A_T' > A_T$, entonces $C_T'' > C_T$. Por lo tanto $E''' = (A_N', C_T'')$ constituye un gasto total mayor en ambos tipos de bienes que $E'' = (B_N, C_T)$.

Ahora bien, la condición de equilibrio global ($G - Y = BF$) muestra que, al reducirse Y (el producto medido en unidades de bienes transables), el gasto medido en esas mismas unidades debe caer más que el saldo del balance financiero. Lo contrario ocurre si todo se expresa en unidades de bienes no transables. Si se utiliza el deflactor mencionado

antes, el gasto real se reduce en la misma medida en que cae el saldo real del balance financiero.

En condiciones muy amplias de "buen comportamiento" de las funciones de demanda y oferta, existirán precios relativos P y un nivel de gasto total que harán que se reequilibren el mercado de bienes no transables y la economía en su conjunto. En otra palabras, si los equilibrios en ambos mercados son estables, la economía se ajustará ante la caída del financiamiento externo, recuperando el equilibrio. En esta nueva posición el producto real se mantiene constante, el pleno empleo no se modifica, el gasto real se reduce tanto como se reduce el saldo del balance financiero, el precio relativo de los bienes transables sube y se eleva la participación de ellos en la producción global. El ajuste siempre es costoso en términos de bienestar, por la reducción del gasto, pero no tiene por qué serlo en términos de reducción del producto y el empleo. Al menos así se desprende del esquema presentado, cuando imperan condiciones de tipo neoclásico; o sea, cuando las funciones de oferta dependen exclusivamente de los precios relativos, y éstos son totalmente flexibles.

En la vida real, por cierto, los precios relativos se materializan a través de relaciones entre precios absolutos expresados en unidades de cuenta o monedas. En este caso, además, se trata de unidades distintas. El precio de los bienes transables se expresa en moneda extranjera, el de los no transables, en moneda nacional. En consecuencia, el tipo de cambio (es decir, el precio en moneda nacional de la moneda extranjera) es una variable clave en la determinación del precio relativo P .

En efecto, si P_T^* es el precio de los productos T expresado en moneda extranjera y t es el tipo de cambio:⁹

$$P = P_N/P_T = P_N/(t P_T^*)$$

En la medida en que P_T^* y P_N son fijos, la devaluación reduce P . Esto se consigue aumentando el equivalente en moneda nacional (P_T) del precio internacional de los bienes transables. Tal cosa exige, por cierto, que los mercados internos tengan la flexibilidad suficiente como para acomodar estos cam-

⁹Nótese que la igualdad que se ha empleado implícitamente ($P_T = t P_T^*$) no es una equivalencia definicional. Si P_T y P_T^* son los precios interno y externo de los bienes transables, entonces aquélla corresponde a una condición de equilibrio entre ambos mercados. Como se sabe, recibe el nombre de "ley de un solo precio".

bios en las relaciones entre los precios P_T y P_N . En este caso, que P_N no "siga" los aumentos de P_T .

Por otra parte, si P_T^* y t son fijos, la reducción de P requerida por el choque externo negativo solamente puede realizarse si P_N se reduce. Es decir, una política de tipo de cambio fijo permite el ajuste de la economía sólo si los precios internos de los bienes no transables son suficientemente flexibles a la baja.

En suma, cualquiera sea la política cambiaria con la cual se enfrente un choque externo negativo (tipo de cambio fijo o flexible), la modificación de la relación de precios P exige flexibilidad en los mercados internos. En un caso, que los precios de los bienes no transables sean flexibles a la baja. En el otro, que los precios de esos bienes puedan aumentar proporcionalmente menos que los precios en moneda nacional de los transables. Se trata, como es obvio, de dos exigencias muy distintas. El ajuste de precios relativos al alza no parece presentar habitualmente problemas insuperables (salvo la presencia de una indización generalizada). En cambio, el ajuste por cambios a la baja en precios absolutos parece punto menos que imposible. Esta es una razón muy importante por la que los tipos de cambio fijos no son muy duraderos en América Latina.

Antes de concluir la presentación del esquema ideal de ajuste, conviene señalar que la disminución brusca del financiamiento externo ha sido uno de los problemas más importantes enfrentados por América Latina en los últimos años, pero no ha sido el único. Las variaciones en la relación de precios del intercambio también han perjudicado a la región (cuadro 1).

La clasificación en bienes transables y no transables, siendo la más adecuada para analizar el deterioro del financiamiento externo, no lo es tanto para examinar los impactos derivados de modificaciones en la relación de precios del intercambio. Ob-

viamente la división de los bienes transables entre importables y exportables sería más adecuada para este propósito; sin embargo, complicaría innecesariamente este trabajo sobre ajuste ante dificultades externas que han sido predominantemente de carácter financiero.

Interesa destacar aquí lo siguiente. En las condiciones neoclásicas o de flexibilidad plena que hasta ahora se han considerado, el deterioro de la relación de precios del intercambio no es necesariamente incompatible con la existencia de equilibrio en la cuenta comercial del balance de pagos. Esto se debe a que en general no ha habido restricciones a la magnitud ni a la velocidad del ajuste de los gastos y de las producciones respectivas. En todo caso, el poder adquisitivo del producto en términos de bienes importables se reduce debido al cambio en los precios relativos internacionales.

El caso más interesante y más probable es aquél en el cual el deterioro en la relación de precios del intercambio tiende a crear un déficit en la cuenta comercial del balance de pagos. Es decir, si se mantiene constante el nivel del gasto real, el nuevo equilibrio (posterior al ajuste) del mercado de bienes no transables sólo es posible si se genera un déficit en las transacciones comerciales con el exterior. Si no se logra financiamiento (ya sea perdiendo reservas u obteniendo créditos del exterior) ello equivale a un choque negativo en el balance financiero. La economía debe ajustarse reduciendo el gasto real global y elevando el precio relativo de los bienes transables por encima de aquel punto de equilibrio que no pudo sostenerse por falta de financiamiento.

Se ve así por qué este esquema simple de ajuste frente a la disminución brusca del financiamiento externo también se utiliza para comprender los efectos de deterioros en la relación de precios del intercambio.

II

Dificultades y problemas del esquema ideal de ajuste

El esquema ideal examinado precedentemente plantea difíciles problemas a las políticas de ajuste. Testimonio de esto son las recesiones que generalmente acompañan al ajuste en la práctica y que, de acuerdo con la teoría esbozada, no deberían existir.¹⁰ Los problemas del ajuste son de algún modo conocidos por la teoría económica desde hace mucho tiempo, aunque algunos de ellos han adquirido renovada relevancia por la crisis externa peculiarmente aguda que enfrenta América Latina en la actualidad.

Por una parte, está el problema de definir la combinación adecuada de políticas cambiarias¹¹ y de gasto, la mezcla precisa de medidas de reducción y desplazamiento del gasto y de cambios en la composición de la producción. No es fácil decidir cuánto debe reducirse el gasto y cuánto deben modificarse los precios relativos, puesto que las elasticidades pertinentes no son conocidas con precisión. Se trata de elasticidades que vinculan los cambios en las producciones y los gastos sectoriales con las variaciones de los precios relativos y del gasto global. En rigor, ni siquiera puede suponerse con seguridad que ellas sean estables. Además, en las condiciones en que se aplican las políticas en la práctica, el cambio en los precios relativos, y sobre todo la reducción del gasto, rara vez son uniformes. Por lo tanto, habría que conocer un conjunto de elasticidades específicas cada vez que se enfrentara el efecto adverso de circunstancias externas. Claramente éste es un problema de ausencia irremediable de información que afecta a las políticas de ajuste aun en el caso de que la economía opere con la flexibilidad que supone el esquema ideal.

Por otra parte, nunca puede existir plena seguridad del efecto que tendrá sobre los precios relativos (P) una determinada decisión de política cambiaria. Una devaluación nominal elevará los precios internos de los bienes transables (PT). Esto generará presiones directas sobre los costos en el mercado de bienes no transables, presiones que se verán redobladas si la economía, particularmente en lo que toca a los salarios y los activos y pasivos financieros, está indizada. La devaluación puede terminar en nada en términos reales y los precios relativos pueden mantenerse constantes.¹²

La existencia de mecanismos muy generalizados de indización (herencia típica de las inflaciones crónicas de las economías latinoamericanas de los años sesenta) ha esterilizado más de alguna política cambiaria. En tales condiciones, la devaluación no resuelve problema alguno. Menos aún, por cierto, los resuelve la alternativa de no devaluar; en este caso el ajuste de precios relativos exige reducir el precio de los bienes no transables (PN), lo que es prácticamente imposible, con mayor razón aún en presencia de precios indizados. Los esquemas exitosos de devaluación han significado desindizar las economías, cuando menos en lo que toca a los salarios y los activos y pasivos financieros.¹³ Esto no resuelve por sí mismo el problema de eliminar el efecto inflacio-

¹²No se tratan en este trabajo los problemas inflacionarios que, siendo distintos de los problemas del ajuste externo, no pocas veces los acompañan (Ramos, 1986).

¹³Existe una extendida tradición en teoría económica que considera al mercado del trabajo como particularmente sujeto a intervenciones y distorsiones derivadas de la organización sindical o similares. En consecuencia, el salario aparece habitualmente como el principal culpable de impedir el ajuste flexible de precios relativos. La experiencia reciente en muchos países latinoamericanos que han experimentado fuertes crisis financieras internas, ha contribuido a poner de relieve las ineficiencias, distorsiones y manipulaciones que ocurren en el mercado de títulos financieros. Puede suponerse que, en presencia de una sobreexpansión de la actividad financiera, la variación de los precios de los pasivos financieros de las empresas constituye un impedimento mucho más significativo al ajuste flexible de los precios relativos que la rigidez salarial (Zahler, 1985; Eyzaguirre, 1987b).

¹⁰Marcelo de Paiva Abreu y Dionisio Dias Carneiro (1987) presentan un caso de ajuste ortodoxo con resultados recesivos en Brasil entre 1982 y 1984.

¹¹Este no es el lugar indicado para analizar por qué el tipo de cambio libre como estrategia cambiaria no se ha aplicado en América Latina. La norma ha sido el control cambiario. En consecuencia, la necesidad, la oportunidad y la magnitud de las devaluaciones han sido candentes problemas de la política económica en momentos de shocks externos (French-Davis, 1978; Dornbusch, 1981).

nario de una modificación de la paridad cambiaria, pero al menos permite suponer que una devaluación real es algo posible.

Ahora bien, si $P = PN/PT$ es excesivamente alto, es decir, si se devalúa insuficientemente en términos reales ante una caída brusca del financiamiento externo, el balance de pagos puede equilibrarse mediante una reducción suficiente del gasto. Tal reducción, sin embargo, creará tensiones innecesarias en el consumo o la inversión y producirá excesos de oferta en el mercado de bienes no transables. Estos excesos de oferta harán bajar la producción de esos bienes y con ello causarán una merma innecesaria del producto global. En rigor, la reducción del gasto puede ser tan pronunciada como para conducir a un ajuste excesivo de la cuenta comercial del balance de pagos; en este caso, la reducción excesiva del gasto irá acompañada de una acumulación no deseada de reservas internacionales.¹⁴ Puede ocurrir también, por cierto, que la reducción del gasto sea insuficiente para equilibrar el balance de pagos; en este caso, se perderán reservas a una velocidad no deseada: una situación insostenible.¹⁵

Por otra parte, si $P = PN/PT$ es excesivamente bajo, o sea si se devalúa excesivamente en términos reales ante una caída brusca del financiamiento externo, el balance de pagos puede equilibrarse mediante una reducción relativamente menor del gasto. Tal reducción, sin embargo, producirá en el mercado de no transables un exceso de demanda que presionará sobre sus precios. Si estos precios no suben, la oferta no crecerá y el producto global será inferior al producto potencial. Se puede, desde luego, equilibrar el mercado de bienes no transables reduciendo suficientemente el gasto global. En este caso, la caída en el consumo o la inversión es excesiva, el producto global se reduce y se acumulan reservas internacionales a una velocidad no deseada.

En cambio, si P adquiere su nivel de equilibrio, la reducción insuficiente del gasto desacumula excesivamente las reservas (lo que es insostenible) y

causa excesos de gasto y presiones de precios en el mercado de bienes no transables. Por el contrario, si el gasto se reduce en exceso, ambos sectores sufren de excesos de oferta y el producto cae innecesariamente.

En todos los casos se enfrentarán situaciones de inestabilidad en las reservas de divisas, en el mercado de bienes no transables y en el tipo de cambio real. El producto tenderá a caer por debajo de sus niveles potenciales.

En suma, existe una sola combinación de devaluación y reducción del gasto global que permite ajustar la economía a la alteración brusca del financiamiento externo y mantenerla en equilibrio. Encontrar esa combinación no es tarea trivial. Además de las dificultades derivadas de las necesidades de información para la aplicación práctica del esquema ideal de ajuste, dicho esquema tiene problemas en sí mismo. Uno de ellos es que carece de una dinámica definida. En efecto, si bien en él las relaciones de comportamiento son claras y coherentes entre sí, y también las condiciones de equilibrio (y de estabilidad de éste) están definidas precisamente, nada se plantea acerca de la velocidad con la cual las diversas variables alcanzan tal equilibrio.

En efecto, es al parecer razonable esperar que las diversas variables económicas no se ajusten de manera instantánea e isocrónica ante cambios en los parámetros pertinentes. Por un lado, demandas y ofertas pueden reaccionar en tiempos diversos ante cambios en los precios relativos: las demandas probablemente en forma rápida, las ofertas más lentamente. Por otro lado, las ofertas pueden reaccionar con rapidez ante la reducción de precios relativos (disminuyendo en muy corto plazo los niveles de producción) y con lentitud ante aumentos de precios relativos (ya que los aumentos de producción implican traslado de recursos y la organización de ellos). Esta relativa lentitud de los incrementos de producción puede ser muy significativa en el caso de los bienes exportables. Rara vez son éstos perfectos sustitutos de la producción para el mercado interno, por razones de calidad, especificaciones, etc. En consecuencia, no sólo los aumentos de la producción requieren inversión de tiempo y recursos en proyectos adecuados, sino que la baja del gasto en bienes en principio transables no necesariamente crea excedentes efectivamente exportables. Por último, los impactos adversos de mayores cantidades de bienes en las funciones de oferta pueden operar a corto plazo con más fuerza que las variaciones fa-

¹⁴Si este aumento de reservas se trata como un aumento de los créditos concedidos al exterior, el exceso de reducción del gasto equivale a un aumento de la magnitud del choque en el balance financiero.

¹⁵Esta pérdida de reservas puede ser tratada, por cierto, como una reducción de la magnitud del choque financiero externo.

variables de los precios relativos. Así, por ejemplo, una brusca reducción del gasto global puede conducir a corto plazo a caídas generalizadas de la producción, aun en sectores que están recibiendo simultáneamente incentivos de precios por la vía de la devaluación, como puede suceder con los bienes transables.

Todo esto conduce a generar caídas en la producción a corto plazo, caídas que no tienen por qué ser tan pronunciadas (en rigor, no tienen por qué existir necesariamente) a plazos mediano o largo.

En efecto, las variaciones del producto interno expresado en unidades de bienes transables dependen de las variaciones de las producciones físicas en ambos sectores y de las variaciones del precio relativo de los bienes no transables con respecto a los transables. O sea, si

$$Y = Y_T + PY_N$$

Entonces:

$$dY = dY_T + PdY_N + Y_N dP$$

En el caso de una devaluación, $dP < 0$. Si la reducción en la producción de bienes no transables es rápida, $dY_N < 0$. Si, por otra parte, el aumento de la producción de bienes transables toma tiempo, entonces $dY_T = 0$ a corto plazo. En consecuencia, el producto cae: $dY < 0$.

Esto quiere decir que la devaluación tiene efectos recesivos en el corto plazo. Mientras más tiempo tarde la oferta de bienes transables en ajustarse ante la devaluación, más persistente será este efecto recesivo (Solimano, 1984).

Aún más, si en el corto plazo la función de oferta de bienes no transables es sensible a alteraciones del gasto, se tiene que:

$$Y_T = Y_T(P) \quad \text{y} \quad Y_N = Y_N(P, G/P)$$

El ajuste implica en este caso una devaluación y una reducción del gasto. La devaluación, al igual que en el caso anterior, reduce a corto plazo la producción de bienes no transables y el equivalente en unidades de bienes transables. El descenso del gasto, por su parte, también disminuye la producción de bienes no transables (si la reducción del gasto en ellos es proporcionalmente mayor que la devaluación). El efecto recesivo, por lo tanto, es aún más pronunciado que en el caso anterior.

Demás está señalar que las caídas bruscas en el producto interno crearán fuerte desempleo cualquiera sea la flexibilidad que puedan tener los salarios nominales (Meller, 1978). El impacto sobre el empleo será tanto mayor cuanto mayor sea el impacto negativo en el producto.

Todo esto significa que, para no tener efectos destructivos sobre el producto (y el empleo), el ajuste necesita tiempo, lo que equivale a decir que necesita financiamiento. Este parece ser el factor clave para superar los esquemas de ajuste recesivos y poner en práctica ajustes que sean expansivos o que, por lo menos, no provoquen caídas tan significativas del producto. Se trata de reducir la velocidad a la cual debe enfrentarse el cambio brusco de un balance financiero BF a uno menor BF'. Para esto se requiere obtener de alguna fuente alternativa financiamiento especial para distribuir en el tiempo el impacto de dicho cambio. De este modo, la producción de bienes transables tendría el tiempo suficiente para compensar la caída de la producción de bienes no transables que se produciría como resultado de las devaluaciones.

Vinculado a lo anterior está el problema adicional de que el esquema de ajuste examinado carece de un modelo explícito de expectativas. Opera, en efecto, como si el valor efectivo de las variables fuera el valor esperado de éstas, aunque se sabe que en la práctica por lo general no es así.

De hecho el ajuste se da en un contexto internacional cuya evolución es muy incierta. La demanda externa de los bienes transables es incierta, y también lo son los precios internacionales, la tasa de interés y la disponibilidad de créditos externos. De otro lado, el ajuste involucra cambios de política económica que pueden ser muy costosos en términos de bienestar y, por lo tanto, pueden desatar conflictos políticos. En consecuencia, también existe incertidumbre respecto al grado de permanencia en el tiempo de esos cambios (por ejemplo, modificaciones del valor real del tipo de cambio, del nivel del gasto público, de la política arancelaria, etc.).

La incertidumbre puede contribuir mucho a introducir rigidez, inestabilidad y rezagos en el ajuste de los gastos y las producciones de los agentes económicos. Así, por ejemplo, no habrá nuevas inversiones en bienes transables si se desconfia de la política cambiaria y existe incertidumbre excesiva acerca de la evolución de los precios internacionales. Por el contrario, en este caso el gasto puede desplazarse hacia fines especulativos.

La incertidumbre sobre la naturaleza (permanente o transitoria) de los cambios de política y de las modificaciones del contexto económico internacional puede generar pérdidas de producto y empleo, y retrasar los efectos reequilibradores que se esperan de tales políticas. La falta de esquemas que

permitan aclarar esas expectativas es una insuficiencia muy importante del modelo de ajuste.

Cabe preguntarse aquí si la enorme magnitud de la recesión que afecta a los países latinoamericanos puede ser realmente explicada por las dificultades y problemas del esquema ideal de ajuste que se han planteado. ¿Es éste un "modelo" de ajuste básicamente adecuado que, como cualquier modelo, tiene problemas de información para su aplicación práctica? Las dificultades, ¿proviene principalmente, o siquiera en medida importante, de la falta de conocimiento preciso de algunas elasticidades o de los efectos reales de una devaluación nominal? ¿Pueden achacarse recesiones de la magnitud de las que se han dado a demoras del proceso de ajuste en equilibrar las producciones sectoriales? Todo parece indicar que esto no es así. En consecuencia, conviene verificar si el esquema de ajuste no tiene en sí mismo algunas fallas fundamentales.

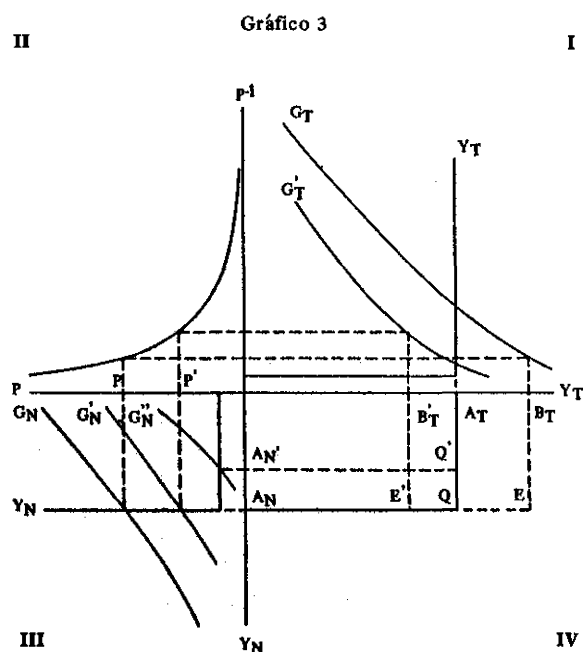
La caída del producto no proviene, en rigor, de la incapacidad de aumentar a corto plazo la producción de bienes transables, sino que de la caída a corto plazo de la producción de bienes no transables. De acuerdo con el esquema de ajuste examinado, esto ocurre debido a la reducción del precio de estos últimos. Como se opera en condiciones de igualdad de precios y costos marginales, y éstos son crecientes, existe una relación directa de uno a uno entre precios y cantidades producidas. La hipótesis tecnológica implícita, como ya se señaló, es que se opera con un acervo de capital fijo y con cantidades variables de mano de obra. Los rendimientos de este último factor son decrecientes debido al factor fijo, lo que genera costos marginales cada vez mayores.

En este modelo, en consecuencia, el cambio de la estructura de la producción es parte crucial del ajuste. Y en particular lo es la baja de la producción de bienes no transables debido a la modificación de los precios relativos. Se desocupa mano de obra y la intensidad de uso del acervo de capital fijo se reduce. La mano de obra liberada permite aumentar la producción de bienes transables, sector en el cual los nuevos precios relativos permiten hacer uso más intensivo del capital. Dado que el modelo de ajuste supone ocupación plena, la producción de bienes transables sólo puede aumentar si se desocupa mano de obra en la producción de los no transables; es decir, si la producción de ellos disminuye. Se puede apreciar que, dentro de este modelo, la única razón que puede justificar una caída de la producción, es la existencia de rezagos en el ajuste de la

producción de bienes transables, a causa de fricciones introducidas por los costos de movilidad de la mano de obra.

Cuestionar la validez empírica de esta hipótesis tecnológica es perfectamente razonable. A corto plazo, no sólo el acervo de capital puede ser fijo, sino que también la combinación técnica de factores en las diversas actividades que componen cada sector productivo. Los niveles de producción, en consecuencia, son proporcionales al grado de uso del acervo de capital. De este modo, dada una demanda suficiente, ambos sectores operarán a un nivel dado por su capacidad instalada, a un costo unitario fijo y, por tanto, con una cierta tasa de ganancia dada. En este caso, la baja del precio relativo en un sector disminuirá su tasa de ganancias, pero no reducirá necesariamente su producción.

En el gráfico 3 se ha intentado analizar una situación como la descrita. Ambas funciones de oferta, Y_T y Y_N , son completamente rígidas a partir de ciertos puntos, A_T y A_N respectivamente, que corresponden al uso pleno de las dotaciones de capital sectoriales. Para producciones inferiores a éstas, las cantidades ofrecidas dependen de las respectivas demandas. La curva de potencialidades productivas tiene la forma señalada en el cuadrante IV. El punto $Q = (A_N, A_T)$ es el único punto de producciones máximas. Corresponde a ocupación plena del capital existente, pero sólo por casualidad implicará



ocupación plena de la mano de obra. Con toda probabilidad existirá desempleo de carácter estructural.

Dadas las demandas G_N y G_T , el mercado de bienes no transables se equilibra en A_N al precio relativo P . A este precio, el mercado de transables tiene un exceso de gasto equivalente a $B_T - A_T$. La combinación de producción es $Q = (A_N, A_T)$; la combinación de gasto $E = (A_N, B_T)$. Si BF se reduce y se hace negativo y equivalente a $B_T' - A_T$, la economía debe ajustarse, reduciendo las demandas a G_N' y G_T' y subiendo el precio relativo P' . La producción continúa en Q pero el gasto pasa a $E' = (A_N, B_T')$. Además, las tasas de ganancias sectoriales se modifican: se reducen en la producción de N y aumentan relativamente en la producción de T . Como consecuencia, la inversión neta modificará los acervos de capital en ambos sectores, aumentando la oferta Y_T y reduciendo Y_N . Por lo tanto, la modificación de la estructura de la producción es un asunto de largo plazo, derivado del cambio de comportamiento de la inversión como resultado del ajuste. En el corto plazo, el ajuste es exclusivamente un asunto de reducción del gasto del punto E al E' .

Puede apreciarse que en este contexto tecnológico es muy importante la selectividad con la cual se reduzca el gasto. Esto tiene particular importancia en lo que se refiere al gasto gubernamental. Mientras

más se reduzca el gasto en bienes transables frente a la reducción del gasto en no transables, menor posibilidad existe de provocar efectos recesivos. Por el contrario, una selectividad insuficiente (o mal dirigida) puede reducir, por ejemplo, G_N a G_N'' y traer como resultado una inútil pérdida de producto desde $Q = (A_N, A_T)$ hasta $Q' = (A_N', A_T)$, con el consiguiente efecto sobre el desempleo. Este efecto es de esperar, en principio, exclusivamente con estas hipótesis tecnológicas. Si las funciones de oferta son flexibles ante cambios en los precios relativos, la ausencia de selectividad en la reducción del gasto no provocará, en principio, efectos recesivos, sino que solamente una trayectoria más pronunciada del tipo de cambio.

Este argumento depende sobre todo de que se den dos hechos. Por una parte, que el nivel de la oferta de los bienes y servicios no transables no dependa del precio relativo de ellos. Segundo, que pueda desplazarse el gasto entre los bienes transables y los no transables. La existencia de desplazamiento indica que la estructura de la demanda se puede modificar con independencia del precio relativo de los productos. Si éste no fuera el caso, el gasto no sería desplazable hacia los bienes no transables y sólo podría modificarse su nivel global. Es perfectamente razonable esperar que el gasto del sector público pueda desplazarse selectivamente en forma independiente de las variaciones en P .

III

Necesidad de enfoques internacionales globales

Los problemas del ajuste se enfrentan en la actualidad en el marco de una crisis económica internacional que afecta, aunque con distinta magnitud y con características diversas, tanto al mundo industrial como a los países de menor desarrollo económico relativo. Esta crisis se desató a comienzos de los años ochenta con la detención del crecimiento económico de los países industriales, el alza explosiva de las tasas internacionales de interés, la reducción del comercio mundial y la interrupción de las corrientes de capital hacia los países de menor desarrollo. En consecuencia, la situación externa impactó de manera simultánea y generalizada al conjunto de países

de América Latina, lo que ha tenido a su vez efectos indirectos sobre los países industrializados.

Los efectos que nacen de la interdependencia de un conjunto de países que ajustan sus economías simultáneamente, así como de las relaciones recíprocas de ese conjunto de países con la economía mundial no pueden ser ignorados. Sin embargo, se les olvida sistemáticamente en el modelo de ajuste utilizado, en el cual se hace uso abundante de los supuestos de "*ceteris paribus*" (con relación a la actividad económica mundial, los precios internacionales, los flujos financieros, etc.) y de "economía pequeña".

La hipótesis de economía pequeña, como se sabe, plantea que el tamaño de los países comparado con el mercado mundial, es infinitesimal y que, por lo tanto, el efecto de sus transacciones sobre los precios internacionales es nulo. En general, plantea que los países que deben ajustar sus cuentas externas enfrentan ofertas y demandas infinitamente elásticas de los bienes y servicios que compran y venden internacionalmente. Sin embargo, cuando un conjunto de países aplica medidas de ajuste simultáneas, esta hipótesis aparece muy discutible. Aún más, en el contexto de una crisis global, suponer que el ajuste en una serie de países debe efectuarse sin exigir un cambio coherente en la situación económica mundial y de los países industrializados, implica aceptar una determinada asignación de los costos de resolver dicha crisis (Massad, 1984).

Este tipo de supuestos o hipótesis del esquema de ajuste son injustificadamente restrictivos o falsos, y deben ser cuestionados. Se requieren enfoques globales que tomen debidamente en cuenta las interdependencias existentes y la necesaria simetría que deben tener los costos y los esfuerzos nacionales de ajuste.

Considérese por una parte el interrogante siguiente: ¿quién debe efectuar ajustes para resolver una crisis de pagos global? ¿Debe hacerlo el conjunto de países que tiene déficit en el balance de pagos, aceptando como constante la situación correspondientemente superavitaria de los demás países, o deben cooperar activamente estos últimos en la corrección de los desequilibrios? Los primeros deberán reducir su gasto interno y devaluar su moneda en términos reales; los segundos deberán aumentar su gasto interno y revaluar su moneda en términos reales. El efecto final global de una u otra política puede ser, por cierto, el mismo. Sin embargo, lo más probable es que el costo de una y de otra para las diversas economías nacionales, en términos de pérdidas de bienestar, de producto y de empleo, sea muy distinto.

Puesto de otro modo, el modelo de ajuste que hace hincapié en las políticas económicas internas surge de un marco conceptual en el cual una economía particular y pequeña debe ajustar sus desequilibrios externos, pero estando el resto de las economías en equilibrio.¹⁶ En esta situación el mo-

delo aludido puede considerarse apropiado y eficientes las políticas que surgen de él. Pero el contexto mundial es precisamente el opuesto. Desde su génesis, el endeudamiento externo de América Latina ha sido el resultado de desequilibrios en la economía mundial. En efecto, la necesidad de reciclar petrodólares surgió del modo particular en que las economías del centro se ajustaron a la primera alza brusca de los precios del petróleo (Sachs, 1981). El superávit de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no fue compensado con un déficit en los países del centro, por lo que el equilibrio se obtuvo con déficit en los países del tercer mundo: es decir, las economías en desarrollo se endeudaron.¹⁷ Asimismo, la crisis de la deuda, desatada por la interrupción de los flujos financieros hacia América Latina, fue provocada por la alteración posterior de las políticas de demanda interna de los Estados Unidos. La generación y ampliación del déficit comercial en dicho país desvió hacia su economía las corrientes financieras provenientes de las economías superavitarias y que antes se habían destinado parcialmente a América Latina. Así, la génesis y crisis de la deuda externa latinoamericana emanaron de las evoluciones de la política económica a nivel mundial. Difícilmente podemos, entonces, encontrar su solución exclusivamente en las políticas económicas de los países latinoamericanos, como está implícito en los esquemas de ajuste que hemos analizado.

La crisis de la deuda externa es un fenómeno global y su solución debe tener el mismo carácter; las políticas económicas de los países deudores sólo pueden ser parte de un conjunto integrado de políticas a nivel mundial que permitan dar una solución eficiente al problema. Es imposible que América Latina genere los superávits comerciales necesarios para servir la deuda, a menos que los países del centro, en conjunto, tengan un saldo deficitario significativo. Serán las políticas económicas de los países industriales y no las políticas de los países latinoamericanos, las que determinen la generación de ese déficit. Los esquemas de ajuste que se basan sólo en la contención de la demanda interna y la devaluación real de la moneda de los países deudores, están destinados al fracaso en ausencia de un esquema global de ajuste, ya que presuponen que

¹⁶Si la economía en cuestión es marginal su desequilibrio externo no implica el desequilibrio de las demás.

¹⁷Esto no exime en modo alguno de responsabilidad por los errores cometidos en las políticas de endeudamiento de cada país, como tampoco por el uso dado a los recursos.

puede inducirse un déficit en los países del centro sobre la base de abaratar los productos que exporta la periferia. En la práctica, lo que se ha logrado con dichos esquemas es que las exportaciones deben trocar cada vez más precio por cantidad.¹⁸

En efecto, si se considera un conjunto de países que ajustan simultáneamente sus economías ante un cambio adverso en las condiciones de financiamiento externo, el supuesto de que la relación de precios del intercambio de estos países pueda considerarse constante durante el proceso de ajuste debe ser cuestionado. Si bien cada país por separado puede mirarse como una economía pequeña, no puede hacerse lo mismo con el conjunto de esos países. Por ejemplo, muchos de ellos son productores del mismo tipo de bienes, habitualmente primarios; en consecuencia, el conjunto no enfrenta una demanda infinitamente elástica de esos bienes. Una devaluación simultánea en el conjunto de países puede conducir a expansiones significativas (con respecto al tamaño del mercado mundial) de exportaciones de ciertos productos y por ende a reducir el precio internacional de ellos.¹⁹

De este modo, si la relación de precios del intercambio cae suficientemente, los países, luego de ajustarse y pagar todos los costos del caso en materia de bienestar, pueden terminar con problemas aún peores de balance de pagos. El esquema de ajuste, por los efectos de la agregación, se derrota a sí mismo.

El mismo tipo de efecto negativo que emana de la agregación de economías interdependientes en proceso simultáneo de ajuste, puede derivar de los encadenamientos recesivos que se produzcan. En efecto, la reducción del gasto en importaciones de una economía que se ajusta a un cambio externo brusco tiene efectos recesivos en las actividades exportadoras de las economías con las cuales comercia. Estos pueden tender a reducir la producción en dichas economías, con lo cual baja su gasto. La baja del gasto puede afectar adversamente las actividades exportadoras de la primera economía, y así sucesivamente. Los efectos multiplicadores de segundo o mayores órdenes pueden ser insignificantes si se trata de una economía nacional que aplica medidas

de ajuste en un contexto internacional normal. Pero pueden adquirir mayor peso si se trata de un conjunto de economías que comercian significativamente entre sí y que enfrentan al mismo tiempo un cambio adverso en el financiamiento externo.²⁰ Asimismo el Fondo Monetario Internacional (FMI, 1986) ha reconocido que la reducción de las importaciones del conjunto de América Latina ha tenido fuertes efectos recesivos en los países industriales, al mismo tiempo que achaca al estancamiento de estas economías la depresión de los precios de exportación de América Latina.

El carácter global de la crisis económica actual crea, además, problemas específicos de financiamiento para los países en proceso de ajuste. En efecto, la oferta de financiamiento de los bancos internacionales tiende a ser procíclica: expansiva en los momentos de auge y contractiva en los períodos de recesión. Esto significa que en los momentos en que la situación del comercio internacional es (cíclicamente) más difícil para los países de menor desarrollo relativo, el financiamiento externo disponible para ellos es más bajo (desde una perspectiva de mediano o largo plazo). De esta manera, una parte excesiva del problema externo se carga sobre el ajuste de la cuenta comercial del balance de pagos, en ausencia de financiamiento compensatorio.

El carácter procíclico del financiamiento bancario deriva de dos hechos (Massad, 1985). Por una parte, tanto las rentabilidades esperada y efectiva de los proyectos como el valor real de los activos recibidos en garantía por los bancos fluctúan directamente con el ciclo; por otra, la disposición a prestar a un país depende de su situación de liquidez en divisas y de la percepción que se tenga de su "voluntad" de pagar. Ambas variables están correlacionadas inversamente con los ciclos de la economía internacional. En efecto, debido a vinculaciones tanto "de precios" como "de cantidades" entre los países industriales y los de menor desarrollo relativo, la cuenta corriente del balance de pagos de estos últimos tiene un comportamiento procíclico. A igualdad de otras condiciones, esto hace perder reservas, debilitando los indicadores de liquidez internacional de los países deudores; asimismo, en la medida en que conduce a ajustarse reduciendo el gasto interno, se producen pérdidas de bienestar que

¹⁸Como es obvio que debe ocurrir si el déficit comercial neto de los países industriales se mantiene constante.

¹⁹Klaus Schmidt-Hebbel y Felipe Montt (1987) presentan información sobre este problema en el caso de dos bienes primarios: café y cobre.

²⁰Joaquín Vial (1987) estudia este problema en el caso de las economías latinoamericanas durante la presente crisis económica internacional.

imponen costos sociales a la voluntad de pagar. Por lo tanto, dicha voluntad puede hacerse muy difícil de mantener.

En suma, la disponibilidad de financiamiento externo privado no parece estar vinculada a la capacidad de pago de largo plazo de las economías de menor desarrollo relativo. Más que la solvencia externa, los bancos privados tienden a considerar los indicadores de liquidez internacional de los países a los cuales conceden préstamos. En momentos de recesión económica en los países industriales, los indicadores de liquidez tienden a deprimirse más que los de solvencia, vinculados estos últimos a un desempeño más normal de la economía mundial. El financiamiento disponible, en consecuencia, tenderá a ser menor que el recomendado por consideraciones de mediano o largo plazo, agudizando la necesidad de ajuste y exacerbando el ciclo.

Así, el ajuste se efectúa sin que los países industriales desarrollen políticas económicas tendientes a crear un déficit comercial neto coherente con el superávit que necesitan los países deudores para poder servir su deuda. Tampoco se dispone de financiamiento privado que permita lograr un equilibrio global sobre la base de un superávit menor de los países latinoamericanos. Enfrentados a estas tremendas restricciones, estos países intentan administrar la crisis haciendo uso de políticas económicas que generen un mayor superávit de bienes transables. Para ello comprimen sus importaciones, con el consiguiente costo en producción y empleo, y promueven sus exportaciones. El éxito de estas políticas es escaso, toda vez que la estrechez del mercado externo deteriora los precios de exportación, con lo que las economías latinoamericanas truecan cantidad por precio.²¹

El costo de esta estrategia generadora de divisas no sólo alcanza a las pérdidas presentes en materia de empleo y relación de precios del intercambio. El dilema de generar divisas, siendo estrechos los mercados de exportación, hace retroceder a América Latina hacia formas anteriores de inserción internacional. Cada vez se exportan más productos que hacen uso intensivo de recursos naturales y tienen menos valor agregado, con lo cual se especializa la producción interna en bienes con escasa proyección futura.

²¹José Alberro y Jorge Cambiaso (1987) examinan la ocurrencia de estos problemas en el caso del ajuste de la economía mexicana.

Por último, es necesario hacer una evaluación crítica del papel desempeñado por los organismos multilaterales, muchos de ellos creados precisamente para aliviar las tensiones causadas por desequilibrios en los balances de pagos a nivel internacional. Una posible solución al *impasse* creado por la contradicción entre el déficit neto de los países industriales y el superávit que deben generar los países latinoamericanos deudores, hubiera sido la provisión de recursos financieros por parte de los organismos multilaterales, para permitir un equilibrio global exigiendo menos generación de superávit en la región. Esto no ha ocurrido; por el contrario, las transferencias netas de recursos de organismos multilaterales hacia América Latina han sido cada vez menores.²²

La actual institucionalidad financiera mundial basada en el FMI tiene capacidad de influir sobre las políticas de los países a los que provee de ayuda financiera frente a dificultades de pago, pero carece de influencia ante los países superavitarios. Los que se ajustan son los deficitarios, sin que haya modificaciones complementarias en las políticas y realidades económicas de los países excedentarios.²³

Esta marcada asimetría ha quedado particularmente de manifiesto con el problema de la deuda externa latinoamericana. A pesar de que el valor de mercado de los bonos de la deuda externa debería ser significativamente menor que su valor nominal, la actual institucionalidad financiera mundial no ha podido estructurar un mercado para esa deuda. Por lo tanto, en consecuencia, no se ha reducido el valor de mercado de ella, y los países deudores han debido asumir todos los costos del sobreendeudamiento.

En resumen, cuando la crisis es global, resulta totalmente inadecuado el modelo de ajuste concebido para el caso de un país pequeño que se ajusta individualmente en el marco de una situación económica internacional normal. Lo que se necesita son enfoques más globales que tengan en cuenta el carácter general de la crisis y las interdependencias recíprocas que se generan en este contexto. Junto con

²²A modo de ejemplo, los recursos netos transferidos por el Banco Mundial a América Latina cayeron de alrededor de 1 200 millones de dólares en 1985 a aproximadamente 200 millones en 1986.

²³Con la importante excepción de Estados Unidos, país que a pesar de ser deudor o deficitario, no es "condicionado" por los organismos multilaterales por ser su moneda, el dólar, medio de pago internacional.

tales enfoques se precisa una institucionalidad financiera internacional que permita la coordinación global de las políticas económicas de los países y, por

lo tanto, la aplicación de esquemas de ajuste más simétricos y equilibrados entre las partes involucradas.

Apéndice

Utilizando los subíndices N y T para denotar bienes y servicios no transables y transables, respectivamente, tenemos:

1) $P = P_N/P_T$

2) $Y = Y_T + PY_N$

en que Y es el producto en unidades del bien transable;

3) $G = G_T + PG_N$

en que G es el gasto en unidades del bien transable; de (2) y (3) tenemos:

4) $G - Y = G_T - Y_T + P (G_N - Y_N)$

Sabemos que $P_T (G_T - Y_T)$ es el saldo (negativo) de la cuenta comercial del balance de pagos. Podemos notar entonces que el déficit en la cuenta comercial equivale a un exceso de gasto sobre el producto, sólo si el mercado de bienes no transables está en equilibrio.

Se define el balance financiero (BF) como la diferencia entre el ingreso de capital extranjero (dD) y el pago de intereses sobre el acervo de capital ingresado (rD). Así, por ejemplo, una disminución de las existencias de reservas internacionales se contabilizará como un egreso de capital extranjero. En símbolos,

5) $BF = dD - rD$ medido en unidades del bien transable.

Los eventuales desequilibrios entre el gasto y la producción de bienes transables deben ser financiados. La contrapartida de dichos desequilibrios es justamente el saldo del balance financiero. Así,

6) $BF = G_T - Y_T$

de (4) y (6) tenemos:

7) $G - Y - P (Y_N - G_N) = BF$

La economía estará en equilibrio interno cuando $Y_N = G_N$, o bien cuando $G - Y = BF$.

Postulemos las siguientes funciones implícitas de comportamiento:

8) $G = G(P)$, es decir un cambio en los precios relativos tendrá un impacto en el gasto. El signo de la correlación no puede ser especificado *a priori*; este problema se trata, en otra partición de bienes, a través de lo que se conoce como las condiciones de Marshall-Lerner.

9) $G_T = G_T(P, G)$, $G_{T1} > 0$, $G_{T2} > 0$

10) $G_N = G_N(P, G)$, $G_{N1} < 0$, $G_{N2} > 0$

La correlación positiva del gasto en ambos tipos de bienes con el gasto global señala que asumimos normalidad para dichos bienes.

Las elasticidades de los gastos sectoriales están sujetas a restricciones que vienen dadas por la ecuación (3).

Diferenciando (3) para P constante tenemos:

$$dG = \frac{\partial G_T}{\partial G} dG + P \frac{\partial G_N}{\partial G} dG$$

Reordenando dicha expresión escribimos:

11) $E_{G_T, G} \frac{G_T}{G} + E_{G_N, G} \frac{PG_N}{G} = 1$ donde $E_{x,y}$ = elasticidad de x respecto de y.

Ahora, diferenciando totalmente (3) tenemos:

$$\frac{\partial G}{\partial P} dP = \frac{\partial G_T}{\partial P} dP + \frac{\partial G_T}{\partial G} \frac{\partial G}{\partial P} dP + G_N dP + P \frac{\partial G_N}{\partial P} dP + P \frac{\partial G_N}{\partial G} \frac{\partial G}{\partial P} dP$$

Reordenando, escribimos:

$$12) E_{G_N, P} \frac{G_T}{G} + (E_{G_N, P} + 1) \frac{PG_N}{G} = 0$$

Finalmente postulamos que la oferta de bienes comercializables y no comercializables es función de los precios relativos de dichos bienes. Así,

$$13) Y_N = Y_N(P) \quad Y_{N1} > 0$$

$$14) Y_T = Y_T(P) \quad Y_{T1} < 0$$

Nos abocamos ahora a investigar el proceso de ajuste de la economía ante una perturbación inducida por una reducción en BF.

Supongamos inicialmente que P se mantiene fijo. Tal sería el caso en que el precio de los bienes no comercializables es inflexible a la baja y en que la autoridad económica *no* reacciona devaluando la moneda.

Usando (7) tenemos:

$$15) dBF = dG - dY + P dY_N - P dG_N$$

dado que Y, Y_N son sólo funciones de P, y $dP = 0$, tenemos que (inicialmente) $dY_N = dY = 0$.

luego:

$$dBF = dG - P dG_N = dG \left(1 - E_{G_N, G} \frac{PG_N}{G} \right) = dG E_{G_T, G} \frac{G_T}{G}$$

de donde:

$$16) dG = \frac{dBF}{E_{G_T, G}(G_T/G)}$$

para valores plausibles de la elasticidad-gasto de los bienes comercializables, $dG > dBF$.

La ecuación (16) representa la reducción necesaria en el gasto global ante el cambio en BF (o, en otros términos, el nivel de gasto en bienes transables compatible con la producción interna de ellos y la disponibilidad neta de financiamiento externo).

Sin embargo la reducción de gasto implícita en (16) perturba el equilibrio interno; en efecto:

$$17) dG_N = \frac{\partial G_N}{\partial G} dG = \frac{E_{G_N, G}}{E_{G_T, G}} \frac{G_N}{G_T} dBF$$

Una reducción del financiamiento externo $dBF < 0$, implicará entonces, si $dP = 0$, una reducción en el gasto en bienes no transables. Dado que $dY_N = 0$, el ajuste se traduce en un exceso de oferta de estos bienes; como es lógico las empresas que producen estos bienes no acumulan inventarios indefinidamente sino que reducen la producción y el empleo. Caemos así en la siguiente paradoja: la economía se ajusta a un exceso de gasto sobre la producción, precisamente reduciendo la producción.

Dado que la pérdida de producto se activa por el exceso de oferta de bienes no transables inducido por la reducción del gasto, una adecuada política de ajuste debe procurar absorber la disminución del financiamiento externo sin alterar el equilibrio en el mercado de los bienes no transables. Para ello la autoridad económica puede recurrir a movimientos de los precios relativos: calculemos así el cambio necesario en P para absorber esa disminución de financiamiento y preservar el equilibrio interno.

Definimos el equilibrio interno por $P(Y_N - G_N) = 0$; dado que $P \neq 0$, podemos también expresar dicho equilibrio simplemente a través de la condición $Y_N = G_N$.

De la identidad contable (7) surge directamente la siguiente expresión:

$$18) BF = G - Y_T - PG_N$$

luego $dBF = dG - dY_T - d(PG_N)$

Introduciendo la condición $Y_N = G_N$, tenemos que dBF no alterará el equilibrio interno si:

$$19) dBF = dG - dY_T - d(PY_N)$$

Diferenciando totalmente (19) respecto de P tenemos:

$$20) \text{dBF} = \frac{\partial G}{\partial P} \text{dP} - \frac{\partial Y_T}{\partial P} \text{dP} - P \frac{\partial Y_N}{\partial P} \text{dP} - Y_N \text{dP}$$

Reordenando términos, escribimos:

$$\text{dBF} = E_{G,P} G \hat{P} - E_{Y_T,P} Y_T \hat{P} - (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N \hat{P}$$

en que:

$$21) \hat{P} = \frac{\text{dBF}}{E_{G,P} G - (E_{Y_T,P} Y_T + (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N)}$$

La expresión (21) requiere un análisis aclaratorio. Si la economía se encuentra en pleno empleo de recursos con anterioridad a la alteración financiera, el término entre paréntesis en el denominador de la expresión (21) se anula. Esto porque la suma ponderada de las elasticidades precio de la oferta, contenida en el paréntesis aludido, se anula sobre la así llamada "frontera de producción" o "curva de transformación". (La demostración matemática de dicha proposición es una aplicación directa del teorema de la envolvente.) Así, con pleno empleo inicial, la magnitud del cambio requerido en los precios relativos para preservar el equilibrio en el mercado de bienes no transables será inversamente proporcional al efecto de dicho cambio sobre el gasto global. Señalamos con anterioridad que el efecto de los precios relativos sobre el gasto es de signo ambiguo; es más, intuimos que su magnitud es pequeña. Esto significa que la absorción de disminuciones del financiamiento externo en condiciones de pleno empleo, no puede efectuarse únicamente con políticas de precios relativos. La expresión (21) recomendaría devaluaciones o revaluaciones de P de enormes magnitudes. En el extremo, si $E_{G,P} = 0$, no existe solución.

La intuición económica es la siguiente. Si la economía se encuentra en pleno empleo el mercado de bienes no transables necesariamente se desequilibrará con un cambio en los precios relativos, a igualdad de otras condiciones. Ello porque la baja en P, necesaria para ajustar el déficit del sector transable a la menor disponibilidad financiera externa, aumentará la demanda de bienes no transables. La demanda adicional no puede ser satisfecha en el contexto de una economía con empleo pleno que, adicionalmente, requiere movilizar recursos hacia el sector de bienes transables.

La conclusión entonces, es que para absorber un cambio financiero adverso, es preciso alterar los precios relativos, política que debe ser complementada con una reducción del nivel del gasto interno si la economía se encuentra inicialmente en situación de empleo pleno.

Formalmente, para precisar la combinación de políticas que permite absorber la disminución de financiamiento externo sin pérdida de empleo, debemos alterar ligeramente la ecuación del gasto agregado, de modo de captar el impacto directo de políticas que afectan al nivel del gasto, que son típicamente las políticas monetaria y fiscal.

22) $G = G(X, P)$ en que X representa la intensidad monetario-fiscal.

Así, la ecuación (20) se ve ahora sustituida por:

$$22) \text{dBF} = E_{G,P} G \hat{P} + E_{G,X} G \hat{X} - E_{Y_T,P} Y_T \hat{P} - (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N \hat{P}$$

en que $E_{G,X}$ representa el efecto multiplicador, mientras que \hat{X} es la tasa de cambio en la intensidad monetario-fiscal.

Así,

$$23) \hat{P} = \frac{\text{dBF} - E_{G,X} G \hat{X}}{E_{G,P} G - [E_{Y_T,P} Y_T + (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N]}$$

o simplemente

$$\hat{p} = \frac{dBF - E_G \cdot X \cdot G \cdot \hat{X}}{E_G \cdot P \cdot G}$$

si la economía se encuentra inicialmente en situación de pleno empleo.

En suma, el análisis precedente permite concluir que para absorber con eficiencia alteraciones financieras adversas es preciso aplicar conjuntamente políticas destinadas a modificar tanto el nivel del gasto, como su composición entre bienes transables y no transables. Las políticas que sólo buscan disminuir la absorción producen pérdidas innecesarias de empleo; aquellas centradas sólo en los precios relativos producen el problema contrario, a saber, exceso de demanda en el sector que produce bienes no transables.

Cabe destacar que lo anterior sucede sólo si la economía que se ajusta es pequeña y no existen efectos de interdependencia. De lo contrario, es preciso introducir un esquema de equilibrio general del cual pueden derivar restricciones a las elasticidades descritas más arriba, en función del comportamiento de los países deficitarios que deben absorber el superávit comercial.

Referencias bibliográficas

- Abramovic, D. (1985): Las deudas a principios de 1985: un punto muerto institucional. *Revista de la Planificación del Desarrollo*, N° 16. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- Alberro, J.L. y J.E. Cambiaso (1987): Características del ajuste de la economía mexicana. *América Latina en los años ochenta: desequilibrio externo y políticas macroeconómicas* (en proceso de publicación).
- Alber, R. (1973): The interest rate parity theorem: a reinterpretation. *Journal of Political Economy*, vol. 81, N° 6, noviembre/diciembre, pp. 1451 a 1459.
- CEPAL (1986): *América Latina y el Caribe: balance de pagos 1950-1984* (LC/G.1418). Serie Cuadernos Estadísticos de la CEPAL, N° 10. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.86.II.G.9.
- Dias Carneiro, D., y M. de Paiva Abreu (1987): La posición externa de Brasil y las políticas de estabilización en la década de 1980. *América Latina en los años ochenta: ..., op.cit.*
- Dornbusch, R. (1980): *Open economy macroeconomics*. Nueva York: Basic Books, cap. 6.
- _____ (1981): Exchange rate rules and macroeconomic stability. J. Williamson. *Exchange rate rules. Theory, performance and prospects of the crawling peg*. Londres: The Macmillan Press.
- Dufey G. e I. Giddy (1978): The linkages that tie together international interest rates. *Euromoney*, noviembre.
- Eyzaguirre, N. (1987a): El impacto de shocks macroeconómicos sobre la situación financiera de las empresas. *Deuda interna y estabilidad financiera*. Volumen I: *Aspectos analíticos*. C. Masad y R. Zahler, eds. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.
- _____ (1987b): La deuda interna chilena 1975-1985. *Deuda interna y estabilidad financiera*. Volumen II: *Estudio de casos*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano (en prensa).
- Fernández, R. (1983): La crisis financiera argentina 1980-1982. *Desarrollo económico*, vol. 23, N° 89, abril-junio, pp. 79 a 97.
- Ffrench-Davis, R. (1978): Alternativas de política cambiaria. *Estudios CIEPLAN*, N° 21, febrero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1986): *World economic outlook*, septiembre.
- Massad, C. (1984): *Ajuste recesivo, ajuste expansivo y condicionalidad*. Preparado con ocasión del quincuagésimo aniversario del Banco Central de Reserva de El Salvador, San Salvador, 19 de junio.
- _____ (1985): La deuda: un panorama general. *Revista de la Planificación del Desarrollo*, N° 16. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- _____ (1986): *Debt and debt crisis in Latin America*. Documento preparado para el Economic Development Institute del Banco Mundial, junio, mimeo.
- Meller, P. (1978): Enfoques sobre demanda de trabajo: relevancia para América Latina. *Estudios CIEPLAN*, N° 24, junio.
- _____ (1987): Revisión de enfoques teóricos sobre ajuste externo y relevancia para América Latina. *América Latina en los años ochenta: ..., op.cit.*
- Ramos, J. (1986): Políticas de estabilización. *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*. René Cortázar, ed. Santiago de Chile: CIEPLAN.
- Sachs, J. (1981): The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. *Brookings Papers on Economic Activity*, N 1. Washington, D.C.: Brookings Institution.

- Sarmiento, E. (1985): *The failures of the capital market: a Latin American view*. Documento presentado al workshop on "Financial Liberalization and the Internal Structure of Capital Markets: Objectives, Results and Alternatives", Universidad de las Naciones Unidas y CEPAL, Tokio, 22 al 24 de abril. [Este artículo apareció en la *Revista de la CEPAL*, N° 27 (LC/G.1368), Santiago de Chile, diciembre de 1985.]
- Schmidt-Hebbel, K. y F. Montt (1987): Shocks externos agregados, devaluaciones y precios de materias primas. *América Latina en los años ochenta: ...*, *op.cit.*
- Solimano, A. (1984): *Devaluation, unemployment and inflation: essays on macroeconomic adjustment*, Massachusetts Institute of Technology, tesis doctoral.
- Stiglitz, J. E. y A. Weiss (1981): Credit rationing in markets with incomplete information. *American Economic Review*, vol. 71, N° 3, junio.
- Vial, J. (1987): Ajuste e interdependencia en América Latina. Un ejercicio de simulación. *América Latina en los años ochenta: ...*, *op.cit.*
- Zahler, R. (1985): Las tasas de interés en Chile: 1975-1982. *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe, 1985*. Caracas: Instituto Interamericano de Mercados de Capital.
- _____ (1986): Política monetaria y financiera. *Políticas macroeconómicas: una ...* René Cortázar, ed., *op.cit.*
- Zahler, R. y M. Valdivia (1987): Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa. *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: aspectos analíticos*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.

Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina

*Patricio Meller**

El problema del ajuste ante desequilibrios externos ha concentrado la atención de los economistas en América Latina. Desde el punto de vista analítico se han planteado diversos enfoques para abordarlo. El enfoque de la cuenta corriente pone el énfasis en el comercio internacional; el enfoque de la cuenta de capitales lo pone en los flujos de financiamiento, mientras que el enfoque monetario de la balanza de pagos se centra en el equilibrio global de los pagos internacionales. Cada uno de estos enfoques da origen a un conjunto de medidas de política económica.

Este trabajo presenta un resumen de estos tres enfoques y una evaluación de su pertinencia para el análisis de los problemas del sector externo de los países latinoamericanos. También presenta esquemáticamente el marco conceptual de los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional, y un comentario crítico sobre éste. Sugiere agregar, a los indicadores cuantitativos utilizados corrientemente por el FMI, otros que apunten a limitar el nivel de desocupación, la caída del producto y la reducción de salarios reales que a menudo se asocian con la aplicación estricta de los programas del Fondo.

El autor concluye que a pesar de que ya es posible mejorar bastante las políticas de ajuste en vigor con el fin de minimizar el costo del ajuste, también se requiere investigación adicional para determinar las trayectorias de ajuste y la conducta, dentro de esas trayectorias, de ciertas variables claves para el bienestar, tales como el nivel del producto y del empleo, el consumo y la distribución del ingreso.

*Doctor en Economía, Universidad de California (Berkeley). Investigador de la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).

I Evolución y lógica de los enfoques globales¹

Este trabajo se propone hacer una revisión sistemática de los distintos enfoques teóricos existentes en las publicaciones económicas sobre ajuste externo; sin embargo, no tiene por objetivo hacerlo en forma exhaustiva, sino orientarse fundamentalmente a aquellos modelos e hipótesis que son relativamente más pertinentes para entender el funcionamiento de las economías latinoamericanas.

En los últimos 40 años se han propuesto distintos tipos de modelos que explican los factores determinantes del desequilibrio externo de una economía. El surgimiento de modelos diversos ha estado condicionado por los importantes cambios en las relaciones comerciales y financieras internacionales, y la necesidad de buscar una explicación al comportamiento de las economías en el nuevo contexto externo. Sin embargo, los enfoques teóricos dominantes en las publicaciones especializadas, así como sus cambios y sustituciones, han correspondido casi exclusivamente a la situación económica existente en los países desarrollados.

En general, la situación normal de un país será que no habrá igualdad entre el monto de ingresos y egresos de divisas. Esto implica la existencia de un superávit o déficit de la balanza de pagos. Por esto es importante analizar cómo *ajusta* un país sus flujos comerciales y financieros para equilibrar dicha balanza. La existencia de un superávit de balanza de pagos no es considerado generalmente como un problema que hay que solucionar; el problema central consiste en examinar cómo los países resuelven sus déficit.

Se dice que una economía presenta un problema de desequilibrio externo cuando tiene un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no puede ser financiado con crédito externo a través de la cuenta de capitales y, en consecuencia, sufre una reducción de las reservas internacionales. Como estas últimas son finitas, resulta imprescindible bus-

¹Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: McKinnon (1981), Chacholiades (1978), Dam (1982), Kenen (1985a, b).

car mecanismos para reducir y a la larga eliminar dicho déficit.² En esta caracterización del desequilibrio externo se supone que la economía utiliza un sistema de tipo de cambio fijo.

Una economía ha alcanzado el equilibrio interno cuando su propia actividad económica es suficiente para generar una situación cercana al pleno empleo, lo que, en términos ideales, debería coincidir con un nivel estable de precios.

¿Cuál es la interacción existente entre el desequilibrio externo e interno? ¿Hay conflicto entre ambos, es decir, puede una política económica corregir un desequilibrio agravando el otro? ¿Existe una especie de subordinación entre ambos tipos de desequilibrio? ¿Qué combinación de políticas económicas resuelve ambos desequilibrios simultáneamente? ¿Qué tipo de instrumentos de política tiene ventajas comparativas para reducir uno de estos desequilibrios? Estos son algunos de los interrogantes que examinaremos en la revisión de los distintos modelos. Para una mejor comprensión del método de análisis y de las implicaciones y consecuencias de estos modelos, es conveniente reseñar la evolución histórica de los diversos enfoques teóricos.

Resulta interesante comenzar con un breve examen del patrón oro. Este es el sistema de relaciones monetarias internacionales que durante largo tiempo (1870-1910) estableció las reglas del juego del comportamiento de los países para resolver los desequilibrios de balanza de pagos. El contexto institucional internacional que requiere el funcionamiento de dicho patrón tiene dos características: primera, los países garantizan plena libertad de movimiento de bienes y de oro; segunda, los países deben subordinar sus objetivos internos al objetivo de eliminar el desequilibrio externo, que es prioritario en el plano macroeconómico.

Los elementos centrales del patrón oro son los siguientes: a) Las monedas locales establecen una paridad con respecto al oro, es decir, prevalece un sistema de tipo de cambio fijo. b) Existe plena convertibilidad. c) Los desequilibrios de balanza de pagos se resuelven mediante movimientos de oro entre países, es decir, no hay movimiento de capitales financieros. d) El Banco Central no esteriliza el

efecto de los flujos de oro sobre la oferta interna de dinero.

El patrón oro funciona como si tuviera un mecanismo automático que elimina cualquier desequilibrio externo. Supongamos que un país tiene un déficit de balanza de pagos (en el caso de un superávit, el razonamiento es totalmente análogo). El tipo de cambio está fijo, por lo que este déficit se financia con una salida de oro del país. Como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones del stock de oro, una salida de oro genera una caída en la cantidad de dinero de la economía. De acuerdo con la teoría cuantitativa del dinero, una contracción monetaria generará una reducción en el nivel de precios internos; esta incrementará la competitividad internacional de la economía del país, lo que a su vez permitirá expandir las exportaciones y sustituir las importaciones, reduciendo de esta manera el déficit de balanza de pagos. La salida de oro del país sólo se detendrá cuando se haya eliminado dicho déficit.

En síntesis, el patrón oro tiene un mecanismo automático, "flujo de oro-nivel de precios", que resuelve cualquier desequilibrio externo. No se requeriría, en consecuencia, ningún tipo de política económica para enfrentar problemas de balanza de pagos.

Este tipo de enfoque cambió radicalmente con posterioridad a la gran depresión del año 1929, en que dejó de postularse la existencia de un mecanismo automático de ajuste de la balanza de pagos, y pasó a considerarse que el equilibrio de dicha balanza es un problema serio de política económica, que hay que solucionar. Este cambio provino de los graves problemas de balanza de pagos que afectaron a numerosos países durante los años treinta, y se vio reforzado por los sucesivos problemas de desequilibrio externo en países desarrollados y en desarrollo con posterioridad a 1940. La casi totalidad de los países ha experimentado tales crisis, y la experiencia común señala que el equilibrio externo no es algo tan fácil de lograr. Surge entonces la teoría de la balanza de pagos, que examina cuáles son los factores determinantes de ésta. Dado el contexto institucional de Bretton Woods, dicha teoría se constituye en el análisis de las políticas económicas necesarias para restablecer el equilibrio de balanza de pagos.

El sistema monetario internacional creado en Bretton Woods (1944) estuvo condicionado por dos factores diferentes. Por una parte, se trataba de sustituir el patrón oro, por cuanto éste se había trans-

²Más adelante se hará una distinción entre desequilibrio (externo) cíclico y estructural. El desequilibrio estructural requiere un ajuste de la economía local; el desequilibrio cíclico es de naturaleza transitoria, y lo lógico es financiarlo a través de endeudamiento externo.

formado en un símbolo que imponía a los gobiernos restricciones insuperables en relación con sus objetivos económicos internos, a pesar de su virtud para establecer un orden claro en las relaciones financieras internacionales. Esto marcaba un claro contraste con lo observado en el período 1920-1940, que fue muy inestable en las transacciones comerciales y financieras: los países utilizaron alternativamente el sistema de tipo de cambio libre o bien el de devaluaciones abruptas para resolver sus problemas económicos. La experiencia con el tipo de cambio libre había sido considerada como muy negativa por los problemas que este régimen cambiario produce: a) Las alteraciones frecuentes del tipo de cambio introducen señales perturbadoras en la asignación de recursos productivos; las modificaciones de esta asignación y posteriores reversiones implican elevados costos. b) Las fluctuaciones cambiarias conducen a que el riesgo cambiario se transforme en el componente principal de la rentabilidad de una operación comercial, lo que desincentiva luego las transacciones comerciales internacionales. c) El tipo de cambio libre genera inestabilidad e induce a la especulación, lo cual torna aún más inestable el sistema. Por otra parte, durante los años treinta hubo países que recurrieron al expediente de devaluaciones abruptas como mecanismo para "exportar" su propio desempleo; esto obviamente generó represalias comerciales del país afectado por dichas exportaciones, las que produjeron una espiral proteccionista, y todo ello se tradujo en una contracción del comercio mundial.

En síntesis, en Bretton Woods se quería cambiar el patrón oro, pero se consideraba el régimen de cambio libre como muy perjudicial; además quería evitarse que los países utilizaran unilateralmente devaluaciones abruptas para resolver sus problemas internos. Con estos antecedentes se elaboraron los siguientes principios fundamentales que guían el sistema monetario internacional de Bretton Woods: a) Se instaure un régimen de tipo de cambio fijo; las monedas nacionales establecen su paridad con respecto al oro o al dólar. b) El objetivo de equilibrio externo queda subordinado al objetivo de equilibrio interno. c) El movimiento de capitales se orienta fundamentalmente a facilitar las transacciones comerciales. d) Se crea una institución financiera internacional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) que tiene como objetivo central facilitar la expansión y crecimiento equilibrado del comercio internacional. Para este efecto, el FMI

cumplirá dos propósitos: i) Proporcionar crédito para financiar desequilibrios externos transitorios. ii) Velar para que los países *no* modifiquen su paridad cambiaria, salvo en el caso que en una economía se produzca un desequilibrio fundamental.

En los años treinta y cuarenta el comercio internacional se redujo considerablemente; los países utilizaban políticas comerciales restrictivas (aranceles, cupos, etc.) y control cambiario para proteger sus economías respectivas. Esto implica que estas últimas estaban relativamente aisladas; es decir, que los mercados internos no estaban integrados a los mercados internacionales; en consecuencia, las transacciones internacionales no afectaban de manera importante la evolución de la economía interna. Aún más, debido a la inestabilidad de los flujos comerciales en los años treinta, se esperaba que éstos siguieran siendo inestables: uno de los temas de interés para los modelos teóricos era examinar el tipo de medidas de política económica que habría que adoptar para aislar a las economías nacionales de las perturbaciones externas.

Durante el período 1950-1970 se observó una reducción sistemática de las barreras impuestas al comercio por los países desarrollados, sobre todo de las restricciones comerciales al intercambio entre tales países. Simultáneamente, hubo un incremento en las barreras proteccionistas de los países latinoamericanos. En los países desarrollados se fueron eliminando paulatinamente los controles cambiarios, pero persistieron las restricciones y controles al movimiento de capitales.

En síntesis, durante el período 1940-1970, los países y las economías estuvieron relativamente aislados desde el punto de vista comercial y financiero, disminuyendo dicho aislamiento hacia el final del período. Esto implica (McKinnon, 1981; Kenen, 1985a) las siguientes características de las economías en relación al sector externo: a) En cuanto a los flujos comerciales, se imponen barreras al intercambio, y esto se traduce en que el sector externo constituye un porcentaje reducido del PGB (producto geográfico bruto). Luego, las modificaciones en el tipo de cambio no tienen efectos muy significativos sobre el nivel de precios internos. Las evoluciones de los precios internos de los distintos países tienen escasa relación entre sí. b) Hay restricciones al flujo de capitales financieros, por lo que, en general, los déficit de la cuenta corriente no pueden financiarse totalmente con movimiento de capitales. c) El sistema monetario nacional está totalmente aislado, lo

que significa, por una parte, que las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario pueden ser totalmente esterilizadas y, por otra, que la tasa de interés interna puede ser controlada por la oferta monetaria, y en consecuencia, no le afectan ni el valor de la tasa de interés internacional ni las posibles expectativas de devaluación.

Dadas estas características de las "economías semiaisladas" del período 1940-1970, los enfoques teóricos que analizan los problemas de desequilibrio externo tienen los elementos centrales que se señalan a continuación. En primer lugar, se supone que prevalece un sistema de cambio fijo, y se analiza cuáles son los factores determinantes del equilibrio o desequilibrio de la balanza de pagos. En segundo término, como los movimientos de capitales son poco importantes, los modelos teóricos se orientan a examinar los determinantes de la cuenta corriente; aún más, cuando los movimientos de capitales se omiten totalmente del análisis, la cuenta corriente coincide con la balanza comercial, y los modelos se concentran en estudiar los factores determinantes de la balanza comercial o de sus componentes, exportaciones e importaciones. En tercer lugar, la teoría macroeconómica keynesiana que surge en la década del treinta, a pesar de estar exclusivamente focalizada en el análisis de una economía cerrada, tiene una influencia importante en los modelos teóricos vigentes durante 1940-1970, como puede apreciarse (Williamson, 1983a; Kenen, 1985a) en que la economía abierta se analiza a través de la introducción de ecuaciones marginales al modelo keynesiano cerrado básico, las que corresponden a las transacciones comerciales (enfoque adecuado cuando el sector externo constituye un apéndice pequeño de la economía local), y en que el nivel de precios se considera fijo. Por último, el enfoque teórico ve al sector externo como fuente potencial de inestabilidad que hay que neutralizar; si se transmitieran las perturbaciones externas, el objetivo de la política económica se orientaría a la utilización de la política fiscal, monetaria, etc., para neutralizarlas y mantener equilibrada la balanza de pagos (McKinnon, 1981). En síntesis, la economía interna tendría que aislarse de las perturbaciones externas perjudiciales, para así poder aplicar una política macroeconómica autónoma que permitiera alcanzar los objetivos económicos prioritarios para el equilibrio interno.

La "economía semiaislada" del período 1940-1970 se convierte (paulatinamente) en la

"economía muy integrada" de los años setenta y ochenta. En la década del setenta se observa una creciente integración mundial, y las economías de los distintos países pasan a ser bastante interdependientes. En los países desarrollados, específicamente, es posible constatar una notable integración en los mercados de bienes; el sector externo de estos países prácticamente duplica su importancia relativa en el PGB en un lapso de 30 años. (El sector externo de Estados Unidos, Italia y Alemania representaba, respectivamente, el 5%, 12% y 16% del PGB en 1950, y el 10%, 25% y 27%, respectivamente, en 1980.) Por otra parte, a partir de 1970 los países desarrollados comienzan a reducir los controles de la cuenta de capitales, y se observa un desarrollo acelerado del mercado de capitales regional y nacional; particular importancia adquiere el mercado de eurodólares, y posteriormente el mercado de euromonedas.

En los años ochenta, los países desarrollados han eliminado las restricciones y controles a los flujos financieros y la cuenta de capitales se encuentra totalmente abierta. Es así como hoy en día se ha alcanzado una notable integración en el mercado financiero de los países desarrollados, que incluso supera la lograda en el mercado de bienes. Lo más sorprendente en este sentido son las magnitudes: en efecto, mientras el intercambio comercial a nivel mundial fue de dos millones de millones de dólares (10^{12}) en 1984, los flujos financieros fluctuaron entre 10 y 20 veces esa cifra. En consecuencia, el papel de los movimientos de capitales no puede seguirse pasando por alto ni en el plano teórico ni en el plano institucional.

A comienzos del decenio de 1970 se produce el colapso del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods, y surge lo que algunos han designado como un "no sistema" (Williamson, 1983a); es decir, una situación en que no hay reglas únicas y generales, y cada país hace lo que le conviene. Probablemente la modificación más fundamental sea la sustitución del régimen de tipo de cambio fijo por un sistema de cambio flotante en los países desarrollados. Los países en desarrollo, por lo general, han ligado la evolución de su moneda nacional a la de la moneda del país desarrollado más importante en su intercambio comercial, y la mayoría de los países latinoamericanos ha escogido el dólar. Es decir, los países en desarrollo mantienen aparentemente un sistema de tipo de cambio fijo, pero ligado a un numerario flotante.

Entre los distintos factores que contribuyen al abandono del sistema de Bretton Woods, se mencionarán aquí sólo aquellos de interés teórico: a) Cuando hay un régimen de tipo de cambio fijo, si los precios y en particular los salarios internos no son lo suficientemente flexibles, no resulta posible alterar los términos de intercambio de un país que presenta un desequilibrio externo persistente. b) Dada la regla del sistema cambiario fijo, y en presencia de libre movilidad de capitales, si una economía tiene un desequilibrio externo de magnitud importante y prolongada, su moneda queda expuesta a fuertes presiones especulativas. c) Cuando existe libre movilidad de capitales, los tipos de cambio y tasas de interés de los distintos países pasan a estar muy interrelacionados; en consecuencia, los diferenciales de inflación interna o de desempeño del sector productor de bienes transables suponen inmediatas presiones sobre el poder adquisitivo de la moneda nacional. En síntesis, el creciente papel de los flujos financieros conduce al abandono del régimen cambiario fijo.

El nuevo sistema (o el "no sistema") intenta establecer un régimen de tipo de cambio "estable pero ajustable". Se observa una percepción muy distinta con respecto al tipo de cambio libre, puesto que ahora es considerado como un mecanismo útil que le permite al gobierno del país utilizar las fuerzas del mercado para establecer la paridad de equilibrio de la moneda nacional.

La libre movilidad de capitales, así como las importantes magnitudes relativas y absolutas que adquieren los flujos financieros, generan en la década del setenta nuevos enfoques teóricos, radicalmente diferentes de los anteriores. El foco de atención se desplaza: el análisis del equilibrio del mercado de bienes es sustituido por el análisis del equilibrio del mercado de activos, es decir, la cuenta de capitales (o bien, el saldo de la balanza de pagos) sustituye a la balanza comercial (o a la cuenta corriente); el equilibrio del flujo de bienes es sustituido por el equilibrio de los stock de activos; las variables financieras sustituyen a las variables reales.

En síntesis, en los países desarrollados los modelos monetaristas sustituyen a los modelos keynesianos. Esto implica además un cambio teórico más general y profundo. En efecto, en el período keynesiano de 1940-1970 hay una marcada prioridad del objetivo de pleno empleo y del uso de la política fiscal como el instrumento relativamente más eficaz; en cambio en el período monetarista, posterior a

1970, se privilegia la reducción de la inflación y el uso del instrumental de política monetaria. Por último, surgen discrepancias de fondo entre keynesianos y monetaristas con respecto al funcionamiento de la economía y al efecto permanente de las políticas económicas.

Los enfoques monetaristas del decenio de 1970 cuestionan distintos aspectos de los modelos teóricos de la cuenta corriente desarrollados con anterioridad. En primer lugar, y dada la gran integración en los mercados de bienes producida por el creciente intercambio comercial, es necesario introducir un supuesto que refleje la existencia de arbitraje de precios; es así como se introduce la ley de un solo precio, la cual, como se verá posteriormente, desempeña un papel crucial en el enfoque monetario de la balanza de pagos. En segundo término, la libre movilidad de capitales no permite al Banco Central manejar la tasa de interés; el valor de ésta pasa a ser exógeno para las autoridades monetarias, y depende de la tasa de interés internacional. Por otra parte, si el Banco Central mantiene un tipo de cambio fijo, y no existe esterilización, la política monetaria pasa a ser endógena.

En otras palabras, en un mundo en el cual existe creciente interdependencia y una integración entre los mercados de bienes y de activos de los distintos países, las autoridades económicas van perdiendo instrumentos y ya no es posible tener autonomía en el manejo de la política económica. Además, en los mercados monetarios de distintas monedas influye mucho el comportamiento de agentes especuladores, que pueden tener la capacidad para revertir algunas de las estrategias de intervención del Banco Central. Esto lleva a la conclusión de que los problemas cambiarios y de balanza de pagos son en sí independientes, y que no pueden estar subordinados al objetivo del equilibrio interno; es decir, el equilibrio externo y el interno tienen un mismo nivel de importancia.

Cuando los países desarrollados sustituyen el régimen cambiario fijo por otro flotante, se produce obviamente un desplazamiento en el foco de atención de los modelos teóricos; es así como se pasa del análisis de los factores determinantes de la balanza de pagos al problema de los determinantes del tipo de cambio. Posteriormente estos modelos se orientan a explicar problemas que son fundamentalmente pertinentes para los países desarrollados; adquiere especial importancia el fenómeno de la

turbulencia observada recientemente en los mercados cambiarios de estos últimos países.

Puesto que los desplazamientos de flujos financieros que reaccionan ante los cambios frecuentes de las distintas monedas son de magnitudes muy considerables, gran parte del esfuerzo teórico se centra en examinar los factores determinantes de las relaciones paritarias existentes en el (muy) corto plazo entre las monedas de los países desarrollados; por otra parte, las alteraciones paritarias entre esas monedas en el (muy) corto plazo son notablemente elevadas. Todo esto induce a asimilar la evolución del tipo de cambio a aquella del precio de activos financieros; la mantención de monedas de distintos países pasa entonces a constituir un activo más de aquellos contenidos en la cartera de los agentes económicos.

En resumen, el tipo de cambio es visualizado de manera distinta en cada modelo. En el enfoque keynesiano los determinantes del tipo de cambio lo constituyen los flujos de la balanza comercial, es decir, las exportaciones e importaciones; en otras

palabras, el tipo de cambio es considerado como una variable real, pues es el precio relativo de dos tipos de bienes. En el enfoque monetarista, los determinantes del tipo de cambio son los flujos monetarios del saldo de la balanza de pagos; es decir, el tipo de cambio es el precio relativo entre dos monedas. Por último, en los enfoques de activos, los determinantes del tipo de cambio son el equilibrio en el stock de activos y las expectativas de los agentes con respecto a las fluctuaciones futuras que experimentará este tipo de cambio; es decir, el tipo de cambio es el precio relativo entre dos activos.

A continuación se examinarán separadamente los tres tipos de modelos de análisis del sector externo bajo el supuesto de régimen cambiario fijo: enfoques (keynesianos) de la cuenta corriente, enfoque monetario de la balanza de pagos y enfoque de la cuenta de capitales. Además, se discutirán específicamente las implicaciones y las consecuencias de estos modelos en relación con los factores determinantes del tipo de cambio.

II

Enfoques de la cuenta corriente³

Los modelos que se examinarán en esta sección utilizan en general los siguientes supuestos básicos: 1) Los movimientos de capitales son poco importantes, por motivos diversos como la existencia de restricciones a los flujos de capitales financieros, la existencia de control cambiario, etc. La consecuencia es que un problema de crisis de balanza de pagos se resuelve en la medida en que la cuenta corriente se mantenga equilibrada; la cuenta de capitales puede, pues, omitirse, del análisis. 2) Prevalece un tipo de cambio fijo, determinado por el Banco Central. 3) La economía es pequeña; esto implica que el precio de sus exportaciones e importaciones es exógeno, es decir, está determinado por el mercado mundial. 4) El sistema monetario nacional está aislado de las variaciones en el stock de monedas extranjeras. Esto permite que: a) El Banco Central esterilice completamente el impacto monetario de variaciones en las

reservas internacionales. b) Dado además el supuesto de restricciones a los flujos financieros, la tasa de interés interna está determinada por la oferta monetaria, la cual es controlada por el Banco Central.

Dos enfoques distintos se disputaron durante los años cuarenta y cincuenta el predominio teórico en este aspecto: el modelo de absorción, que enfatiza el uso del mecanismo de ingreso, y el modelo de elasticidades, que utiliza el mecanismo de precios relativos. Posteriormente, como se verá a continuación, se ha logrado una síntesis entre estos dos enfoques.

1. Cuentas nacionales y conceptos básicos de la economía abierta

En esta subsección se presentarán algunos conceptos básicos de la economía abierta, y se proporcionará parte importante de la notación que será utilizada en este trabajo. Las cuentas nacionales constituyen un marco simple para este propósito.

³Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Corden (1977), Dornbusch (1980a), Krueger (1983), Williamson (1983a), Kenen (1985b).

La identidad básica de las cuentas nacionales para la economía abierta es:

$$Y \equiv C + I + G + X - M \quad (2.1)$$

en que Y es el valor del PGB, C es el consumo de hogares, I es la inversión, G es el gasto de gobierno, X es el valor de las exportaciones y M es el valor de las importaciones.

La suma de $C + I + G$ será representada por Z , es decir, $Z \equiv C + I + G$. Este concepto Z representa el gasto interno de los residentes nacionales; en términos más técnicos, Z constituye la *absorción* de bienes de los agentes económicos de la economía del país.

Por otra parte se definirá $B \equiv X - M$, en que B representa el saldo de la balanza comercial cuando Y corresponda al PGB; B representa el saldo de la cuenta corriente cuando Y corresponde al producto nacional bruto (PNB) o renta nacional.⁴ Para efectos de la argumentación de esta sección, no se hará diferencia entre el saldo de la cuenta corriente y el saldo de la balanza comercial. Luego, la expresión (2.1) se convierte en:

$$Y - Z = B = X - M \quad (2.2)$$

Esta expresión (2.2) tiene la siguiente interpretación: el primer miembro de (2.2) representa el equilibrio o desequilibrio interno; Y es el ingreso nacional y Z es el gasto interno. Luego, cuando $Y = Z$ se logra el equilibrio interno, en que los residentes nacionales gastan exactamente lo que ganan;⁵ en consecuencia, una situación de desequilibrio se genera cuando $Y \neq Z$. Por otra parte, el segundo miembro de (2.2) representa el equilibrio o desequilibrio externo; cuando $B = 0$ entonces hay equilibrio en la cuenta corriente, pero si B es negativo, entonces implica que existe un déficit.

En consecuencia, la expresión (2.2) permite visualizar la interdependencia que existe entre el equilibrio o desequilibrio externo e interno. Cuando hay equilibrio interno, esto implica automáticamente la

⁴PGB = PNB + pago intereses = $C + I + G + X - M$. Si $Y = \text{PGB}$, incluye el pago de intereses, entonces $X - M \equiv B$ será el saldo de balanza comercial.

Pero, cuando: PNB = $C + I + G + X - M - \text{pago intereses}$, si $Y = \text{PNB}$, entonces $B = X - M - \text{pago intereses}$ será el saldo de la cuenta corriente.

⁵Obsérvese que este concepto de equilibrio interno es diferente al definido en la sección anterior. Hay coincidencia entre ambos conceptos sólo cuando Y corresponde a un nivel de producción cercano al pleno empleo.

existencia de equilibrio externo, y viceversa; si $Y = Z$, esto implica que $B = 0$. Cuando hay desequilibrio interno, esto implica la existencia de desequilibrio externo y viceversa; si el gasto interno es mayor que el ingreso, esta situación está asociada a la existencia de un déficit en la cuenta corriente.

La expresión (2.2) permite visualizar la diferencia existente entre el modelo de absorción y el modelo de elasticidades; en efecto, cuando existe un desequilibrio, el primero de estos modelos examina el primer miembro de la expresión (2.2), mientras que el segundo miembro de (2.2) es examinado por el modelo de elasticidades. En el modelo de absorción a la expresión (2.2) se le puede asignar la siguiente causalidad: si un país gasta más de lo que produce, ($Z > Y$) esto significa "está viviendo de prestado"; entonces se genera un déficit en la balanza comercial; luego, sería el desequilibrio interno lo que produciría el desequilibrio externo. En el modelo de elasticidades se examina el impacto que tiene una devaluación sobre los precios relativos de exportaciones e importaciones, para resolver así el problema de un déficit comercial.

2. El modelo de absorción

Este es el modelo para una economía abierta que se obtiene por una simple extensión de un modelo macroeconómico keynesiano (elemental) para economía cerrada. El mecanismo central (y único) utilizado por este modelo es el mecanismo de ingresos.

Consideremos el siguiente modelo keynesiano simple para una economía abierta. i) El nivel de producción está determinado por el nivel de gastos total. ii) Los precios son exógenos a la economía del país. iii) El nivel de gastos es función (directa) del nivel de ingreso, $Z = Z(Y)$. iv) Las exportaciones dependen (positivamente) del nivel de ingreso extranjero, Y^* ; luego, $X = X(Y^*)$. v) Las importaciones dependen (positivamente) del nivel de ingreso del país, i.e., $M = M(Y)$.

Como el nivel de producción de la economía del país está determinado por la demanda total, entonces, el equilibrio en el mercado de bienes estará dado por:

$$Y = Z(Y) + X(Y^*) - M(Y) \quad (2.3)$$

$$Y - Z(Y) = B = X(Y^*) - M(Y) \quad (2.4)$$

En esta expresión (2.4), el primer miembro representa el desequilibrio interno y el segundo miembro

bro representa el desequilibrio externo. El único mecanismo del cual dispone la economía del país para establecer el equilibrio interno o externo es la variable Y (nivel de ingresos de la economía del país). Veamos la representación gráfica de la expresión (2.4), pero separando previamente cada miembro. Esto es lo que se muestra en los gráficos 1 y 2.

El gráfico 1 ilustra detalladamente la obtención del desequilibrio interno, $Y - Z(Y)$. En el eje horizontal siempre se tiene la variable Y que es el mecanismo central de este modelo. En la parte a) se tiene el primer elemento del desequilibrio interno, es decir, la misma variable Y ; en la parte b) se tiene el segundo elemento del desequilibrio interno, el gasto interno $Z(Y)$ que es una función positiva del ingreso y cuya pendiente es la propensión marginal a consumir, $c = \frac{\Delta Z}{\Delta Y}$; en la parte c) se han puesto conjunta-

mente las dos anteriores a) y b), y el punto de intersección de Y y Z , en que $Z = Y$, corresponde al equilibrio interno. Por último, la parte d) muestra la relación existente para el desequilibrio interno; esta parte d) se obtiene a partir de la c), por simple resta (gráfica) entre Y y Z ; la pendiente de $Y - Z$ es la propensión marginal a ahorrar $a = 1 - c$, que es positiva.

El gráfico 2 ilustra de manera análoga al gráfico 1 la obtención detallada del desequilibrio externo, $X(Y^*) - M(Y)$. Nuevamente la variable Y está en el eje horizontal. En la parte a) se tiene el primer elemento del desequilibrio externo, X , que es independiente del nivel de ingreso del país Y ; en la parte b) se tiene el segundo elemento del desequilibrio externo, el nivel de importaciones $M(Y)$ que es una función positiva del ingreso y cuya pendiente es la propensión marginal a importar, $m = \frac{\Delta M}{\Delta Y}$; en la parte c) se han puesto conjuntamente las dos partes anteriores a) y b), y el punto de intersección de X y M , en que $X = M$, corresponde al equilibrio externo. Por último, la parte d) muestra la relación existente para el desequilibrio externo; esta parte d) se obtiene a partir de la c) por simple resta (gráfica) entre X y M ; la pendiente de B es $-m$.

En el gráfico 3 se han colocado simultáneamente las relaciones correspondientes al desequilibrio interno ($Y - Z$) y externo (B). La intersección entre ($Y - Z$) con (B) (que corresponde al punto Q), proporciona el nivel de equilibrio Y_1 existente en el mercado de bienes de la economía del país. Este nivel de equilibrio Y_1 del mercado de bienes se logra con un

déficit Y_1Q en la balanza comercial; para este déficit Y_1Q se tiene que $Y - Z < 0$, lo que significa que $Z > Y$, es decir, el nivel de gasto interno o de absorción es mayor que el nivel de ingreso.

Según este modelo de absorción, si se quiere eliminar el desequilibrio externo existente Y_1Q , sería preciso reducir el nivel de absorción Z ; para reducir este nivel de absorción habría que comprimir el nivel de ingreso Y . Esto haría desplazarse verticalmente hacia arriba la recta $Y - Z$ en el gráfico 3. La forma en que este proceso reduce (y elimina) el déficit de la cuenta corriente sería a través de la contracción del ingreso, lo cual reduce el nivel de importaciones.

Supongamos que Y_Z en el gráfico 3 sea el nivel de actividad económica de pleno empleo; en el nivel de producción Y_Z se obtiene el equilibrio interno, por cuanto $Y = Z$. Luego, al tratar de eliminar el desequilibrio externo y llevar la recta $Y - Z$ del gráfico 3 a que corte a la recta B en el nivel de producción Y_B , se introduciría un mayor nivel de desocupación que el que existía inicialmente en Y_1 .

En síntesis, este modelo de absorción ilustra la existencia de una relación inversa de compensación (*trade off*) entre el equilibrio interno y externo. En efecto, Y_B representa el nivel de Y correspondiente al equilibrio externo y Y_Z corresponde al equilibrio interno; como se puede apreciar en el gráfico 3, ambos puntos no se pueden alcanzar simultáneamente.

Al tratar de lograr el equilibrio externo a través de una contracción del nivel de actividad económica, se agrava la situación de desequilibrio interno, por cuanto la reducción de la producción incrementa el nivel de desocupación; en otras palabras, el aumento de desocupación es el costo en el que hay que incurrir para lograr eliminar el desequilibrio externo. En síntesis, según el modelo de absorción, el ajuste externo se logra a expensas del ajuste interno, y viceversa; tratar de alcanzar el nivel de equilibrio interno Y_Z incrementa el nivel de déficit comercial.

Según Tinbergen, cuando se tienen dos objetivos, es necesario usar al menos un número igual de instrumentos de política económica. En este caso, los objetivos son dos: equilibrio interno y equilibrio externo. Dos instrumentos distintos de política económica serían la política fiscal y monetaria. Sin embargo, en el problema planteado en el gráfico 3 estos dos instrumentos no permiten resolver el dilema existente entre el equilibrio interno y externo, por cuanto ambos actúan de manera análoga sobre el

Gráfico 1
DESEQUILIBRIO INTERNO: Y - Z(Y)

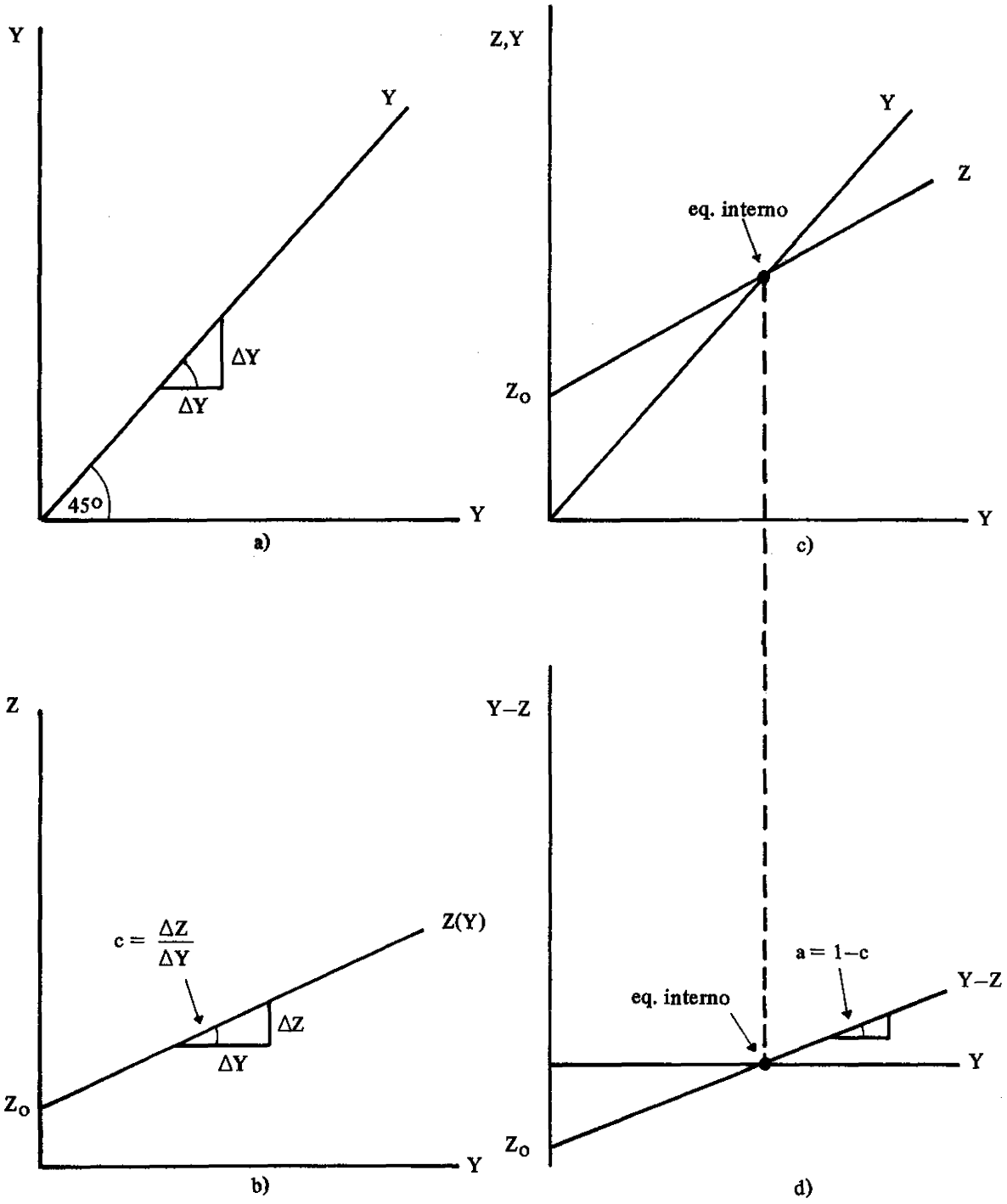


Gráfico 2
DESEQUILIBRIO EXTERNO: $X(Y^*) - M(Y)$

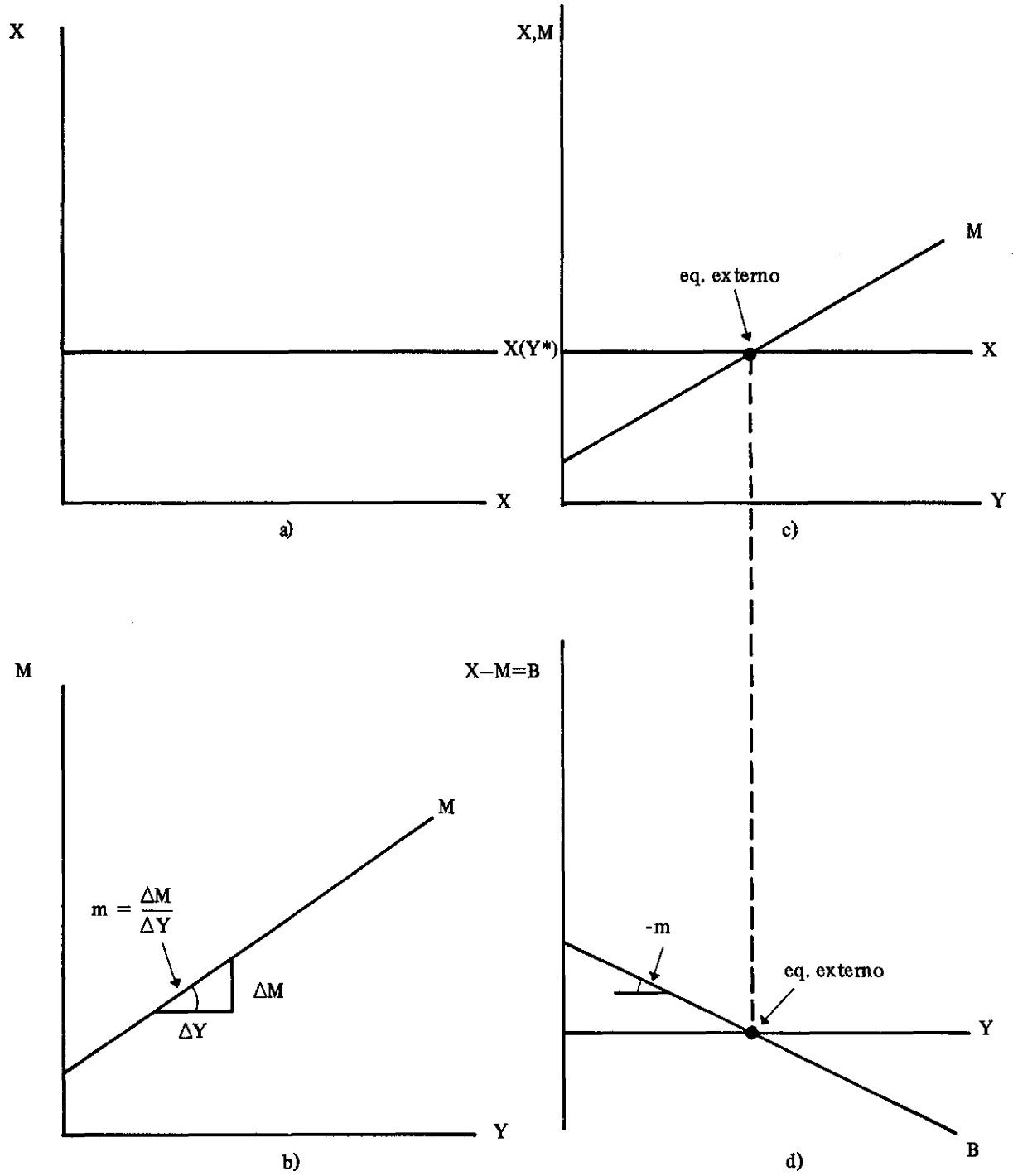
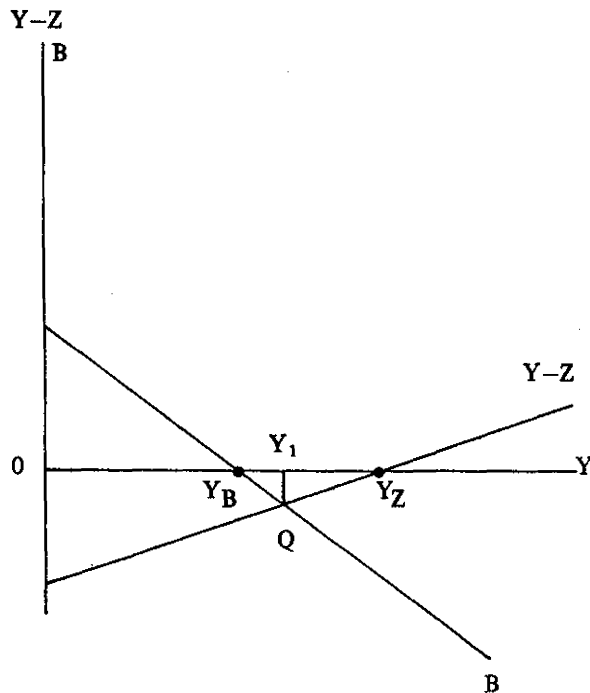


Gráfico 3
INTERACCION ENTRE DESEQUILIBRIO
INTERNO Y EXTERNO



nivel de gastos internos; en otras palabras, en este modelo de absorción no hay diferencia entre el impacto que tiene la política fiscal y la política monetaria.

Este modelo de absorción permite calcular de manera aproximada el efecto que tiene la contracción del gasto interno sobre el nivel de actividad económica y la balanza comercial; estos son los multiplicadores (keynesianos) de la economía abierta:⁶

$$\frac{dY}{dZ} = \frac{1}{a+m} \tag{2.5}$$

$$\frac{dB}{dZ} = - \frac{m}{a+m} \tag{2.6}$$

En estas expresiones, *a* representa la propensión marginal a ahorrar y *m* representa la propensión marginal a importar. La expresión (2.5) constituye el multiplicador keynesiano para la economía abierta, que es menor que el multiplicador de la economía

cerrada ($1/a$) debido a que las importaciones constituyen filtraciones de la economía del país y, en consecuencia, el gasto en éstas no tiene efectos multiplicadores sobre el proceso productivo interno. Supongamos que un programa económico requiere una contracción del gasto interno de un 3%; suponiendo que el gasto interno constituye el 90% del PGB, esto representaría como efecto directo una caída del nivel de actividad económica del 2.7%. Ahora, considerando el multiplicador keynesiano de la expresión (2.5), y utilizando un valor de 2.0,⁷ la caída total de la producción sería de 5.4%.

El impacto de la contracción del gasto interno de un 3% sobre la balanza comercial se obtiene de la expresión (2.6); si se supone que el PIB fluctúa alrededor de 25 mil millones de dólares, entonces la reducción del gasto bruto interno correspondería a 675 millones de dólares. Suponiendo que el coeficiente $m/a + m = 0.6$, entonces el mejoramiento de la balanza comercial alcanzará a 405 millones de dólares; si dicho mejoramiento se lograra sólo a expensas de la caída de importaciones, entonces para un volumen de importaciones de 3 500 millones de dólares, se observaría una contracción de éstas del 11.5%.

También es posible hacer el ejercicio a la inversa: si el déficit no financiable existente en la balanza de pagos precisa una reducción del nivel actual de importaciones de 500 millones de dólares, esto requeriría (utilizando los mismos valores del párrafo anterior) una contracción del gasto interno de 833.3 millones de dólares, lo cual implicaría una caída del PGB del 6.7%.

3. El modelo de elasticidades

El foco de atención del modelo de absorción lo constituye la relación existente entre el nivel de gasto interno y el nivel de producción; la eliminación de un desequilibrio externo requiere ajustar el nivel de gastos al nivel de producción. En cambio, el modelo de elasticidades analiza cómo un cambio en la composición de la producción puede resolver el problema de un déficit de la balanza comercial; para eliminar este déficit habría que incrementar las exportaciones, sustituir importaciones o hacer ambas cosas. Esto requiere un cambio en los precios rela-

⁶Para su derivación analítica ver Dornbusch (1980a) o Williamson (1983a).

⁷Se está suponiendo que la propensión marginal a ahorrar es 0.20 y que la propensión marginal a importar es 0.30. Luego, $a + m = 0.5$ y el valor recíproco es 2.

tivos, para lo cual puede utilizarse la política cambiaria o comercial (aranceles, subsidios a exportaciones, etc.); en el modelo de elasticidades se examina el papel que desempeña la política cambiaria.

En otras palabras, el modelo de elasticidades está orientado a analizar el efecto que una devaluación tiene sobre la balanza comercial; es decir, se considera el tipo de cambio como el instrumento de política que sirve para controlar el desequilibrio externo. Además, se supone que la política cambiaria está totalmente desvinculada de la política macroeconómica interna (o sea, que no hay conexión, por ejemplo, entre la política cambiaria y la política monetaria).

En términos generales, el modelo de elasticidades focaliza su atención exclusivamente en el desequilibrio externo. Se postula que en la economía del país habría un exceso de demanda de bienes transables en relación a la producción interna; dicho exceso se satisface a través de un excedente de importaciones por sobre las exportaciones, lo cual genera el déficit de la balanza comercial. En consecuencia, para resolver este problema, lo que se requiere es un cambio en los precios relativos de los bienes transables y no transables en la economía interna. Si en dicha economía se aumenta el precio de los bienes transables en relación con los no transables, se incentiva con ello la expansión de la producción interna de bienes transables, es decir, los exportables y los que sustituyen importaciones, y se logra así reducir el déficit de la balanza comercial.

En realidad, la devaluación cambia la relación entre los precios internos y los externos haciendo más competitiva internacionalmente la producción nacional de bienes transables; esto es lo que explica la posibilidad de expansión de los bienes exportables y de los bienes nacionales que pueden competir con las importaciones.

Para simplificar la discusión, se supondrá en esta subsección que en la economía sólo hay dos tipos de bienes, exportables e importables, y que existe una cierta especialización en la producción; es decir, en la economía del país sólo se produce el bien exportable. Esto facilitará la comprensión de la interpretación económica del tipo de cambio como precio relativo, y permitirá observar la relación existente entre el tipo de cambio y los términos de intercambio de un país.

Supongamos que una economía nacional sólo produce azúcar e importa automóviles; el azúcar es

exportada y su precio internacional es P_X^* medido en dólares por tonelada; el precio de importación de los automóviles es P_M^* en dólares por automóvil. Sea t_1 los términos de intercambio del país de que se trate, y sea e el tipo de cambio expresado en pesos por dólar. Luego, como t_1 mide la relación existente entre el precio de los bienes importados y los exportados, resulta posible obtener la relación entre t_1 y e :

$$t_1 = \frac{P_M^*}{P_X^*} = \frac{\text{US\$/automóvil}}{\text{US\$/ton. azúcar}} \quad (2.7)$$

Sea P_X el precio interno (expresado en "pesos"), de la tonelada de azúcar; luego $P_X = eP_X^*$. Si se sustituye P_X^* (según la anterior expresión) en la relación (2.7) se tiene:

$$t_1 = \frac{eP_M^*}{P_X} = \frac{[\$/\text{US\$} \times \text{US\$/automóvil}]}{[\$/\text{ton. azúcar}]} = \frac{[\text{Ton. azúcar}]}{[\text{Automóvil}]} \quad (2.8)$$

Los términos de intercambio de un país constituyen un precio relativo que indica el número de toneladas de azúcar (el bien exportado) que el país transa por una unidad de automóvil (el bien importado). En la expresión (2.8) se observa que el aumento de t_1 reflejaría un deterioro de los términos de intercambio, por cuanto el país tiene que intercambiar un mayor número de toneladas de azúcar por una misma unidad de automóvil. También es posible observar en esta expresión (2.8), que, cuando se supone que los precios P_M^* y P_X son constantes, hay una correspondencia exacta entre t_1 y el tipo de cambio e ; esto significa que si aumenta e , t_1 aumentará en la misma proporción.

Una devaluación implica un aumento de e ; esto es, se incrementa el número de pesos por unidad de dólar, lo que según la relación (2.8), se traduciría en un deterioro de los términos de intercambio; luego, las modificaciones en el tipo de cambio son idénticas a las modificaciones en los precios relativos y en consecuencia, a las alteraciones de los términos de intercambio.

En otras palabras, la relación (2.8) ilustra de manera muy sintética cómo el tipo de cambio constituye, en este modelo simple, el principal instrumento para modificar los precios relativos de un país

con miras a reducir un desequilibrio externo; además, permite observar el costo que dicho ajuste representa para el país.

Examinaremos a continuación cuáles son, según este modelo, los factores que influyen sobre el tipo de cambio. Para este efecto se utiliza un análisis micro-económico de equilibrio parcial, en que e es el precio que despeja el mercado de divisas, es decir, e corresponde al precio resultante de la interacción de la oferta y demanda de divisas. Detrás de la curva de demanda de divisas está el mercado de bienes importados, la oferta y la demanda de importaciones; análogamente, tras la curva de oferta de divisas están la oferta y la demanda de exportaciones. Veamos brevemente esta interacción.

Supongamos que prevalece en la economía el tipo de cambio e_1 . En el mercado de importaciones, P_M^* es el precio exógeno del bien importado, que en este caso corresponde a los automóviles; luego, la oferta de automóviles es perfectamente elástica al precio P_M^* . Por otra parte, sea D_1^M la demanda de automóviles correspondiente a ese tipo de cambio e_1 . La interacción entre la oferta y la demanda proporciona la cantidad de automóviles Q_1 que serán importados. Esto es lo que se observa en el gráfico 4. La cantidad de divisas que se necesitaría para importar esa cantidad Q_1 de automóviles sería $P_M^* Q_1$.

Supongamos que hay una devaluación y el tipo de cambio alcanza el valor e_2 . Como la oferta de automóviles es exógena al país, la curva S^M sigue siendo perfectamente elástica al precio P_M^* (el país compra los automóviles en dólares y su precio internacional no se ve afectado por una devaluación en la economía nacional). Pero para los consumidores del país, una devaluación implica que van a tener que pagar un mayor número de "pesos" por cada dólar; el resultado de esto es que hay una contracción en la demanda de automóviles, y esto produce un desplazamiento de esta demanda hacia la izquierda, D_2^M como consecuencia de la devaluación de e_1 a e_2 . Ahora, el número de automóviles importados se reduce a Q_2 y la cantidad de divisas requerida para este nivel de importación de automóviles sería $P_M^* Q_2$. Algo análogo sucede con una nueva devaluación de e_2 a e_3 , en que el número de automóviles importados se reduce a Q_3 y los requerimientos de divisas se reducen a $P_M^* Q_3$ (el gráfico 4).

En el gráfico 5 se muestra la curva de demanda de divisas correspondiente a este mercado de importaciones de automóviles. En el gráfico 4 se observa

Gráfico 4
MERCADO DE IMPORTACIONES
(DE AUTOS)

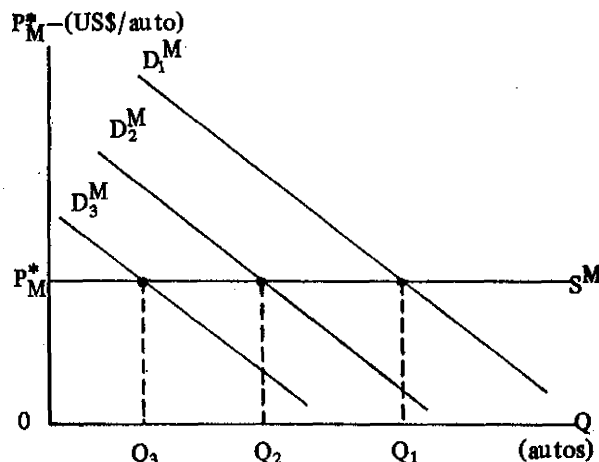
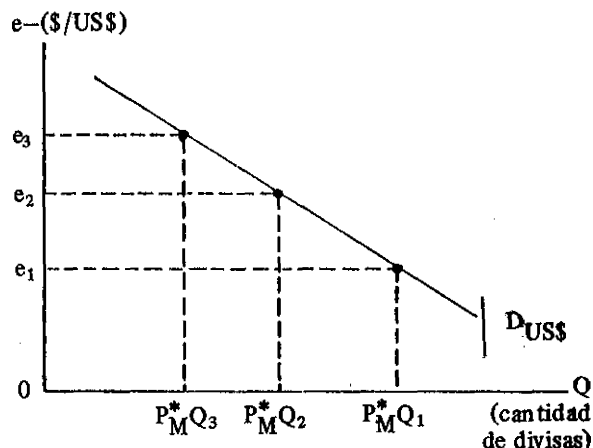


Gráfico 5
CURVA DE DEMANDA DE DIVISAS



que a medida que se devalúa, es decir, aumenta el tipo de cambio, disminuye el número de automóviles importados. Puesto que el precio en dólares de éstos es constante, disminuirá en consecuencia la cantidad demandada de divisas; luego, la curva de demanda de divisas tiene pendiente negativa. En este caso, la demanda de automóviles determina la demanda de divisas, pero en términos más generales, la elasticidad de la demanda de las importaciones determina la elasticidad de la demanda de divisas.

Análogamente, algo similar podría hacerse para la interrelación entre el mercado de exportaciones y la oferta de divisas. La conclusión general sería que

las elasticidades de la oferta y demanda de divisas dependen de las elasticidades-precio de oferta y demanda de las exportaciones e importaciones.

El propósito central del modelo de elasticidades es examinar el impacto que tiene una devaluación sobre la balanza comercial. Sean η_X y η_M las elasticidades-precio de demanda de exportaciones e importaciones;⁸ sean ξ_X y ξ_M las elasticidades-precio de oferta de exportaciones e importaciones. Luego, el efecto de una devaluación sobre la balanza comercial B estará dado por la siguiente expresión general:⁹

$$\frac{dB}{de} = \frac{\xi_X (\eta_X - 1)}{\xi_X + \eta_X} + \frac{\eta_M (1 + \xi_M)}{\xi_M + \eta_M} \quad (2.9)$$

El análisis teórico se ha orientado a examinar las condiciones para que la expresión (2.9) sea positiva; es decir, las condiciones requeridas para que una devaluación mejore la balanza comercial. Esta expresión (2.9) se simplifica bastante cuando se consideran algunos casos especiales; para este efecto se examinarán sólo aquellos que son de interés para los países latinoamericanos. Hay dos casos especiales (Branson, 1983; Williamson, 1983a): 1) la pequeña economía abierta y 2) la economía abierta semipequeña. Se tratará cada uno de ellos separadamente.

Para la pequeña economía abierta, los precios de sus exportaciones e importaciones P_X^* y P_M^* , son exógenos; es decir, la economía no puede influir sobre el precio de sus exportaciones y de sus importaciones. Desde el punto de vista técnico, esto implica que la pequeña economía abierta enfrenta una demanda de exportaciones perfectamente elástica, $\eta_X = \infty$, y una oferta de importaciones perfectamente elástica, $\xi_M = \infty$. Sustituyendo estos valores de η_X y ξ_M en la expresión (2.9), se concluye que la condición necesaria para que una devaluación mejore la situación de la balanza comercial es que $\xi_X + \eta_M > 0$.¹⁰ Como estas elasticidades están definidas positivamente, en el caso de la pequeña

economía abierta una devaluación mejora necesariamente la situación de la balanza comercial (expresada en dólares).

En el caso de la economía abierta semipequeña, se supone que el país de que se trate tiene un cierto poder monopolístico en la fijación del precio de su producto de exportación; este sería el caso de la exportación de productos manufacturados. En cambio, enfrenta una oferta perfectamente elástica de importaciones; $\xi_M = \infty$. Si se supone además que en la economía del país hay recursos ociosos, entonces la oferta de exportaciones sería del tipo keynesiano, esto es, perfectamente elástica; $\xi_X = \infty$. Sustituyendo estos valores de ξ_X y ξ_M en la expresión (2.9) se arriba a la condición de Marshall-Lerner:¹¹ $\eta_X + \eta_M > 1$. Esta condición de Marshall-Lerner significa que, para que una devaluación mejore la balanza comercial (medida en dólares), se requiere que la suma de las elasticidades-precio de la demanda de importaciones y exportaciones sea superior a 1; en otras palabras, si las demandas de exportaciones e importaciones son inelásticas, una devaluación podría empeorar el déficit existente en la balanza comercial.

En América Latina durante una época hubo economistas que miraban con pesimismo las elasticidades de las importaciones y exportaciones. Para el caso de las exportaciones, se señalaba que puesto que los países latinoamericanos exportaban fundamentalmente productos básicos, la demanda de éstos era una demanda derivada, y por lo tanto era bastante inelástica respecto de precios; luego, una devaluación no generaría una mayor demanda del producto exportado por América Latina. Se argumentaba además que la demanda de importaciones estaba constituida principalmente por alimentos esenciales e insumos no competitivos difíciles de sustituir en el proceso productivo; esto implicaba que dicha demanda era inelástica respecto de precios. Con esta argumentación se rechazaba la eficacia de la devaluación, por cuanto ésta no podría mejorar la situación deficitaria de la balanza comercial. Sin embargo, la evidencia empírica revela que la suma de las elasticidades de demanda de exportaciones e importaciones es superior a 1; valores plausibles para η_M oscilan alrededor de 0.5, y para η_X fluctúan cerca de 1.0. Además, se ha demostrado em-

⁸Estas elasticidades η_X y η_M están definidas positivamente, es decir, tienen implícitamente un valor negativo.

⁹Para su derivación analítica ver Williamson (1983a); implícitamente se supone que hay equilibrio inicial en la balanza comercial.

¹⁰Para obtener esta condición hay que aplicar la Regla de l'Hopital a la expresión (2.9) en la cual $\eta_X = \xi_M = \infty$.

¹¹Para obtener esta condición hay que aplicar la Regla de l'Hopital a la expresión (2.9) en la cual $\xi_M = \xi_X = \infty$.

píricamente que una devaluación (real) a la larga mejora la balanza comercial.¹²

En síntesis, el modelo de elasticidades señala que el efecto de una devaluación (real) sobre la balanza comercial depende en forma decisiva de las elasticidades de las exportaciones e importaciones.

4. Bienes transables y no transables

El modelo tradicional de elasticidades utiliza la dicotomía entre bienes exportables e importables, y el tipo de cambio pasa a constituir el mecanismo para alterar la relación de precios entre ambos; en este caso se produce una correspondencia entre variaciones en el tipo de cambio y variaciones en los términos de intercambio. Sin embargo, un país puede experimentar un deterioro en su t_1 a pesar de mantener fijo el tipo de cambio. Esto sugiere la conveniencia de distinguir entre ambos conceptos, t_1 y e .

Una dicotomía de bienes alternativa a la anterior es aquella entre bienes transables y no transables. Bienes transables son aquellos que cruzan las fronteras. Si el precio de las exportaciones e importaciones es exógeno a la economía del país y además es constante, es posible agregar estos bienes y tener un bien compuesto llamado bien transable. En este caso, t_1 pasa a ser exógeno e independiente del tipo de cambio. Bienes no transables son aquellos que sólo se comercian y transan en la economía del país; esto se debe a que los costos de transporte son relativamente muy elevados en relación al precio del bien.¹³

En una economía con bienes transables y no transables, una devaluación genera un incremento en el valor interno en "pesos" de las exportaciones y de las importaciones (o en los sustitutos de importaciones); luego, una devaluación produce un aumento en el precio de los bienes transables, P_T . Si se supone que los bienes no transables no utilizan insumos importados y que los salarios (nominales) permanecen constantes, entonces podría suponerse que el

precio de los bienes no transables, P_N , quedaría constante. En consecuencia, una devaluación aumentaría el precio relativo de bienes transables/no transables, P_T/P_N . En síntesis, el tipo de cambio pasaría a ser el precio relativo P_T/P_N .

En otras palabras, en la dicotomía exportaciones/importaciones el tipo de cambio está asociado a los t_1 del país. En la dicotomía transable/no transable el tipo de cambio está asociado a los términos de intercambio interno de la economía nacional.

En el modelo de bienes exportables/importables, la devaluación opera fundamentalmente a través del mecanismo de sustituir bienes del país por bienes extranjeros. En el modelo de bienes transables/no transables, la devaluación opera a través de tres mecanismos diferentes (Bruce y Purvis, 1985): 1) la sustitución de bienes transables y no transables en la demanda; 2) la sustitución de bienes transables y no transables en la producción, y 3) el grado de "apertura" de la economía (es decir, la relación relativa existente entre la producción de bienes transables y no transables es un elemento que mide la flexibilidad de adaptación de la economía del país ante cambios en los precios relativos).

Un déficit de balanza de pagos se debe a que en la economía existe un exceso de demanda de bienes transables. Luego, una devaluación incrementaría el precio relativo P_T/P_N (bienes transables/no transables). Un aumento en el precio relativo de los bienes transables P_T estimularía la producción interna de dichos bienes (bienes exportables y sustitutos de importaciones) y desincentivaría su consumo; esto conduciría a reducir el exceso de demanda de bienes transables, disminuyendo de esta manera el déficit de balanza de pagos. Por otra parte, una disminución en el precio relativo de los bienes no transables P_N desestimularía la producción de estos bienes, liberando recursos que se canalizarían hacia el sector transable. En síntesis, la devaluación constituye el mecanismo crucial para cambiar los precios relativos internos y orientar la producción en la dirección de generar bienes transables; esto es fundamental para reducir y a la larga eliminar el déficit externo.

Un aspecto importante es la velocidad a la cual la producción del sector transable responde a cambios en los precios relativos. Hay distintos tipos de rigideces que pueden influir en esto. En primer lugar, cabe mencionar la posibilidad de movilización

¹²En esta discusión sobre los valores empíricos y sobre el efecto de una devaluación, es importante distinguir entre el corto plazo y el largo plazo; las curvas de demanda son más inelásticas en el corto plazo y más elásticas en el largo plazo.

¹³Otra razón para la existencia de bienes no transables es la existencia de una prohibición para la libre entrada o salida de dicho tipo de bien; los aranceles muy elevados pueden transformar a un bien en no transable.

de recursos productivos hacia el sector transable. En segundo lugar, hay que considerar que una devaluación tiene un impacto inflacionario; esto implica que hay que distinguir entre una devaluación real y una devaluación nominal. Una devaluación nominal de un 15%, acompañada de una inflación interna de un 10%, se traduce en una devaluación real de un 5%. Extremando el ejemplo anterior, si en una economía se tiene un sistema de indización de 100% para todos los bienes, se introduce una rigidez institucional en el sistema en que no resulta posible cambiar los precios relativos; es decir, sea cual sea la devaluación nominal, la devaluación real será cero.

En líneas generales, el impacto inflacionario que tiene una devaluación cuestiona la eficacia del tipo de cambio como mecanismo para modificar los precios relativos; cuando existe indización generalizada de 100%, tales precios resultan prácticamente imposibles de alterar.

En el modelo de bienes exportables/importables, una devaluación es un instrumento que permite cambiar los precios relativos del país y de esta forma "exportar" su desempleo. Supuestamente esto implicaría que la devaluación incrementa la producción real del país. Sin embargo, la contraparte es que este aumento de producción interna genera un incremento de ingreso, medido en términos del bien producido en el país, pero no implica en absoluto que se haya generado un aumento del bienestar del país que ha devaluado. Aún más, una devaluación puede ser "empobrecedora" si genera un gran deterioro en los t_1 del país (Kenen, 1985a).

El mejoramiento de la balanza comercial a través de una devaluación tiene pues costos reales para el país que devalúa. Una devaluación implica una pérdida de poder adquisitivo *real* de la población del país; es preciso exportar un mayor número de toneladas de azúcar por un mismo número de autos importados. En otras palabras, en el modelo de bienes exportables/importables, el uso de una devaluación para resolver el problema del desequilibrio externo tiene asociado un costo real interno, en términos de pérdida de poder adquisitivo.

En el caso del modelo de bienes transables/no transables una devaluación aparentemente no generaría un cambio en los t_1 , como en el modelo de bienes exportables/importables, y en consecuencia, supuestamente no tendría un costo real. Sin embargo, esta afirmación exige un análisis más profundo.

Supongamos que en la economía de un país existe desempleo y el capital es un factor fijo que no puede ser reasignado entre los sectores productivos.

Una devaluación aumentará el precio relativo P_T/P_N . Desde el punto de vista productivo, se genera así un aumento de las utilidades en el sector transable y una disminución de éstas en el sector no transable.

Luego, una devaluación produce una redistribución del ingreso en términos sectoriales. Como existe desempleo (y suponiendo que no hay indización de remuneraciones), los salarios nominales permanecen constantes, tanto en el sector transable como en el no transable. Al generar la devaluación presiones para que aumente el precio de los bienes transables, se produce un aumento de las utilidades reales del sector transable, mientras que hay una caída general de los salarios reales. Desde el punto de vista de la demanda también hay un impacto redistributivo: son afectadas más negativamente aquellas personas cuyo consumo abarca una mayor proporción de bienes transables. En síntesis, también en este caso la devaluación genera necesariamente, al menos en el corto plazo, una caída del poder adquisitivo de los salarios reales.

Por último, si el país tiene una gran deuda externa, una devaluación implica un aumento en la cantidad de recursos internos que hay que utilizar para su servicio, y esto implica una reducción en el consumo (o inversión) del país.

5. La síntesis de los enfoques de la cuenta corriente

El modelo de absorción sugiere el uso del mecanismo de ingresos para reducir el nivel de gastos internos, disminuyendo así el desequilibrio externo; el modelo de elasticidades utiliza el tipo de cambio como mecanismo para modificar los precios relativos con miras a incrementar la competitividad internacional del país y corregir así el desequilibrio comercial.

Para reducir el desequilibrio externo, ambos modelos enfatizan distintos elementos del costo de ajuste interno. Por una parte, el modelo de absorción señala que hay un conflicto entre el equilibrio interno y externo, y que la reducción del desequilibrio externo genera un aumento del desempleo. Por otra parte, el modelo de elasticidades plantea implícitamente que se requiere una caída del salario real del país para que éste pueda incrementar su competitividad internacional.

En realidad, ambos modelos son complementarios.¹⁴ Desde el punto de vista conceptual, esta complementariedad puede visualizarse desde diversos ángulos, utilizando para ello el marco contable de las cuentas nacionales. Como se señaló previamente, la relación entre desequilibrio interno y el externo puede observarse en la relación (2.2): $Y - Z = X - M$. En una sección anterior se planteó que mientras que el modelo de absorción se orienta a examinar cómo reducir la desigualdad existente entre el gasto interno Z y el nivel de ingreso Y , el modelo de elasticidad se centra en analizar la disminución del desequilibrio existente entre las exportaciones X y las importaciones M .

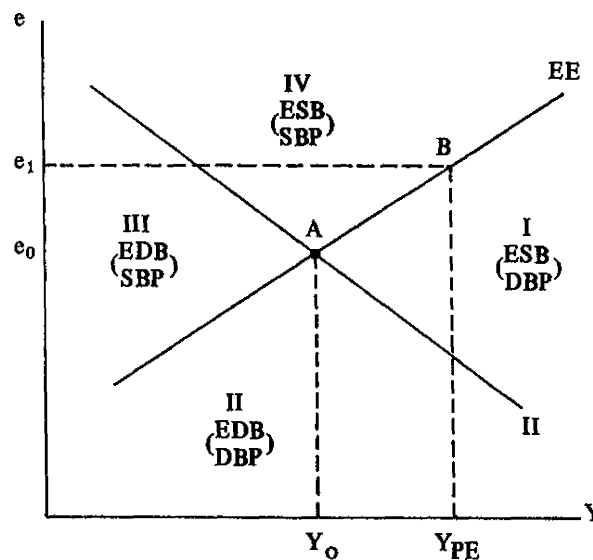
Sin embargo, una interpretación más usual parece focalizarse en el primer miembro de la relación (2.2). En este caso, el modelo de absorción plantea la necesidad de reducir el nivel del gasto interno mientras que el modelo de elasticidades sugiere cambiar la composición del gasto interno (y de la producción).¹⁵ Por otra parte, también es posible observar la complementariedad en cuestión considerando el segundo miembro de la relación (2.2). En este caso, el mecanismo de ingresos del modelo de absorción ayuda a reducir el nivel de importaciones; por su parte, la modificación de precios relativos sugerida por el modelo de elasticidades (a través de la devaluación) estimula el incremento de las exportaciones y de los bienes que las sustituyen.

En consecuencia, la síntesis de los enfoques de la cuenta corriente, el modelo "absorción-elasticidades" o síntesis keynesiana de la economía abierta, plantea lo siguiente: si se quieren lograr dos objetivos, el equilibrio externo y el equilibrio interno, es preciso usar dos instrumentos diferentes; uno de los instrumentos (que actúa sobre el mecanismo de ingresos) tendrá que servir para reducir el nivel de gastos internos, y el otro instrumento (que actúa sobre el mecanismo de precios relativos) servirá para cambiar la composición de la producción y del gasto

¹⁴Durante casi dos décadas (en las de 1940 y 1950) se pensó que estos dos modelos eran antagónicos y había una polémica muy áspera entre los partidarios de cada modelo. El modelo de elasticidades era cuestionado por no explicar el mecanismo por medio del cual se elimina la discrepancia existente entre gasto e ingreso. El modelo de absorción era criticado porque no analiza cómo el país con problemas en la balanza comercial logra mejorar su competitividad internacional.

¹⁵Esto es lo que en las publicaciones especializadas se menciona como *expenditure-reducing* y *expenditure-switching* (Johnson (1961)).

Gráfico 6
GRAFICO DE SWAN-MEADE DEL BALANCE INTERNO Y BALANCE EXTERNO



interno. Luego, ambas políticas (contracción del gasto interno y cambio de precios relativos) se complementan en la eliminación del desequilibrio externo, y una de ellas amortigua el efecto negativo de la otra. En efecto, el aumento del desempleo que genera la contracción del gasto interno es neutralizado por la expansión de la producción de bienes transables, que es estimulada por el incremento de competitividad internacional inducida por la devaluación.

En esta síntesis keynesiana de la economía abierta, cuando existe un desequilibrio externo que es necesario reducir, surge un conflicto entre desempleo y salarios (reales). En efecto, el incremento del desempleo generado por la contracción del gasto interno puede ser contrarrestado por el aumento de competitividad internacional, que se puede obtener a través de una caída del salario real.¹⁶

El gráfico de Swan-Meade ilustra la síntesis del modelo "absorción-elasticidades" (gráfico 6). En éste, el mecanismo de ingreso Y se encuentra en el eje horizontal y el mecanismo de precios relativos, representado por el tipo de cambio e , en el eje vertical.

¹⁶Las posibles relaciones existentes entre devaluación, variación de salario real y desempleo requieren un análisis más extenso y profundo, que no es posible en este artículo.

La curva II corresponde al balance interno, o lugar geométrico de los puntos de equilibrio del mercado interno de bienes; en este modelo keynesiano de la economía abierta, el nivel de producción está determinado por el nivel de gastos. Supongamos que inicialmente se tiene una combinación de Y y e que proporciona uno de los puntos de equilibrio de la curva II. Luego, supongamos que se produce una devaluación; ésta origina una caída en el salario real, y en consecuencia, un exceso de oferta de bienes; a su vez, esto induce una reducción en el nivel de producción Y para el restablecimiento del equilibrio del mercado interno de bienes. En consecuencia, la curva II tiene pendiente negativa.

La curva EE corresponde al balance externo, o lugar geométrico de los puntos de equilibrio externo. Supongamos que inicialmente se tiene una combinación de Y y e que proporciona uno de los puntos de equilibrio de la curva EE. Luego, supongamos que hay un incremento exógeno en el nivel de gastos, lo que produce una expansión del nivel de producción Y , lo cual a su vez genera un déficit de balanza de pagos; para restablecer el equilibrio externo resulta necesaria una devaluación.¹⁷ En consecuencia, la curva EE tiene pendiente positiva.

El gráfico 6 proporciona el balance interno II (los puntos de equilibrio del mercado interno de bienes) y el balance externo EE (los puntos de equilibrio de la balanza de pagos) en el plano ingreso Y y tipo de cambio e . Los puntos que están por arriba y a la derecha del equilibrio interno de bienes II son puntos en los cuales hay exceso de oferta de bienes (ESB), y en los puntos que están por debajo de II hay exceso de demanda de bienes (EDB). Los puntos que están por arriba y a la izquierda del equilibrio externo de balanza de pagos EE son puntos en los cuales hay un superávit de balanza de pagos (SBP) y en los puntos que están por debajo hay un déficit de balanza de pagos (DBP). Esto proporciona cuatro áreas de distintas características en las que el equilibrio interno II y el externo EE dividen el cuadrante positivo del plano (Y, e).

Hay que señalar que los puntos de equilibrio interno II coexisten con la presencia de desempleo en el mercado del trabajo. Si se supone que el empleo depende solamente del nivel de producción, entonces la situación de pleno empleo (PE) podría

representarse en el gráfico 6 por el nivel de producto Y_{PE} , que podría estar a la derecha del nivel de Y_0 correspondiente a la intersección de las curvas II y EE.

Supongamos que la economía se encuentra en el punto A, intersección entre el balance interno y externo; supongamos además que la economía enfrenta una severa restricción externa. En A, el nivel de producción Y_0 implica que hay desempleo. Supongamos que se quiere eliminar este desempleo y llevar la economía al nivel de producción de pleno empleo Y_{PE} . Como existe una severa restricción externa, esto implica que la economía se tiene que desplazar a lo largo de la curva EE, pues de esta forma no habría variación en el nivel de reservas del Banco Central. Entonces, para lograr el pleno empleo, la economía se tiene que desplazar de A a B, y esto requiere una devaluación del tipo de cambio de e_0 a e_1 . Esto ilustra el conflicto descrito previamente entre el nivel de desempleo y de salarios reales para una economía que enfrenta una restricción externa.

6. El modelo de dos brechas¹⁸

La existencia de una restricción externa o de una seria escasez de divisas, y su impacto sobre la tasa de crecimiento económico, constituyen el foco de atención del modelo de dos brechas. Este último surge en la década del cincuenta y es concebido y considerado por H. Chenery como ilustrativo de la situación que afecta a las economías latinoamericanas.

El modelo de dos brechas plantea que hay dos elementos que son determinantes en el ritmo de crecimiento económico de una economía latinoamericana (o de un país en desarrollo en general): a) La maquinaria utilizada para la inversión es casi totalmente importada; además, también se requieren insumos importados para el proceso productivo, los cuales son muy difíciles de sustituir en el país. La existencia de un estrangulamiento de divisas, en consecuencia, frena el crecimiento; ésta es la brecha externa. b) El nivel de inversión está determinado y restringido por el nivel de ahorro. Luego, la existencia de un déficit de ahorro interno limita la expansión de la inversión y constriñe el crecimiento; ésta es la brecha interna.

Fundamentalmente, el modelo plantea que el flujo de crédito externo ayuda a reducir automática-

¹⁷Como se ve, implícitamente se está suponiendo que una devaluación mejora la balanza de pagos.

¹⁸Para un tratamiento más extenso y profundo de este tópico ver Bacha (1982).

mente ambas brechas; la mayor disponibilidad de divisas permite financiar las importaciones de maquinaria, y al mismo tiempo, el incremento de ahorro externo complementa el nivel de ahorro interno, y posibilita así la expansión del nivel de inversión.

Supongamos que una economía latinoamericana importa toda la maquinaria que utiliza en su proceso productivo; supongamos además que en esta economía está en pleno uso la capacidad instalada, pero hay desempleo de la fuerza de trabajo. Sean ΔY el incremento del nivel de producción, ΔK el incremento de maquinaria, y k el coeficiente técnico de incremento marginal capital-producto. Luego, cualquier expansión de la producción requerirá un incremento adicional de capital que será: $\Delta K = k \Delta Y$.

Sea A el nivel de ahorro (total) requerido para financiar la expansión de la producción. Luego, $A = k \Delta Y$. Este ahorro (total) A tiene dos componentes: ahorro interno, A_I , y ahorro externo, A_E . Entonces $A = A_I + A_E$.

Para simplificar el análisis se supondrá que el ahorro interno A_I es una proporción fija (\bar{a}) del ingreso total de la economía Y_n ; sea \bar{m} el contenido de insumos importados del nivel de producto Y . Luego,

$$Y_n = (1 - \bar{m}) Y, \text{ y } A_I = \bar{a} Y_n = \bar{a} (1 - \bar{m}) Y.$$

Por otra parte se supondrá que el ahorro externo A_E es una proporción constante λ del nivel de producto Y ; es decir, el flujo de crédito externo es una fracción constante del PGB. Luego, $A_E = \lambda Y$.

La expansión del producto, ΔY , está limitada por el monto de ahorro total. Luego:

$$\begin{aligned} \Delta Y &\leq \frac{A}{k} = \frac{A_I + A_E}{k} \\ &\leq \frac{1}{k} [\bar{a} (1 - \bar{m}) Y + \lambda Y] \end{aligned}$$

Sea g la tasa de crecimiento económico; es decir, $g = \Delta Y/Y$. Entonces, la tasa de crecimiento económico estará restringida por la brecha interna de ahorro:

$$g \leq \frac{1}{k} [\bar{a} (1 - \bar{m}) + \lambda] \quad (2.10)$$

En esta expresión (2.10) es posible observar que si aumenta el coeficiente de ahorro interno \bar{a} o si aumenta el coeficiente de ahorro externo λ , entonces es posible incrementar la tasa de crecimiento g .

La restricción externa proviene de la ecuación de la balanza de pagos; sean M_K y M_I las importaciones de maquinaria y de insumos productivos. Luego, la expresión del ahorro externo será: $A_E = M_K + M_I - X$. Si se supone que las exportaciones son una proporción constante del nivel del PGB \bar{x} , en que $\bar{x} = X/Y$, se llega a que:

$$\begin{aligned} A_E + X &= M_K + M_I - \Delta K + \bar{m} Y \\ \lambda Y + \bar{x} Y &= k \Delta Y + \bar{m} Y \end{aligned}$$

Considerando que la tasa de crecimiento es $g = \Delta Y/Y$, se tiene que g estará restringida por la brecha externa de divisas:

$$g \leq \frac{1}{k} [(\bar{x} - \bar{m}) + \lambda] \quad (2.11)$$

En esta expresión (2.11) es posible observar que si aumenta el diferencial entre los coeficientes de exportaciones e importaciones, es decir, mientras más grande sea el superávit de la balanza comercial, mayor será la posibilidad de crecimiento económico; algo análogo sucede para mayores coeficientes λ , por cuanto esto implica un incremento en el flujo de crédito externo. Por otra parte, la expresión (2.11) permite visualizar cómo coeficientes negativos de λ , es decir, ahorro externo negativo, o transferencia de recursos al exterior, automáticamente disminuyen el nivel de crecimiento g .

Cuando la brecha externa es la dominante, un mayor flujo de divisas para el país es muy importante, por cuanto alivia la restricción externa; en este caso, la rentabilidad de una unidad extra es relativamente muy grande, por cuanto permite expandir la importación de maquinaria, que es el factor limitante del crecimiento, y permite al mismo tiempo financiar la expansión de la inversión.

III

El enfoque monetario de la balanza de pagos¹⁹

El análisis realizado mediante este enfoque es muy distinto a los anteriores. El enfoque monetario de la balanza de pagos (EMBP) plantea que para analizar un problema de desequilibrio externo interesa lo que sucede con la balanza de pagos en su totalidad y no sólo con la balanza comercial o la cuenta corriente (como sucedía con los enfoques anteriores); hay que mirar el todo y no solamente una parte. En realidad, implícitamente, en el EMBP la cuenta de capitales desempeña un papel central como mecanismo para resolver los desequilibrios externos. En todo este análisis, el tipo de cambio se supone fijo.

Además, el EMBP plantea que el problema de balanza de pagos es un fenómeno monetario y no un fenómeno real de precios relativos. En consecuencia, lo que se requiere es el tipo de análisis y de instrumental de teoría monetaria; para analizar el problema del desequilibrio externo hay que examinar los ajustes y desajustes del stock de dinero. El stock de dinero puede ser alterado de dos maneras distintas: i) a través de la creación y contracción del crédito interno; ii) a través de las variaciones en los flujos de las reservas internacionales. El tipo de política monetaria que se siga a este respecto es crucial para el análisis de la balanza de pagos.

En otras palabras, en el EMBP el impacto monetario vinculado al financiamiento del desequilibrio externo desempeña un papel central. En consecuencia, se examinará en primera instancia a través de un marco contable simple, la interrelación existente entre las cuentas externas y monetarias; posteriormente se desarrollarán el marco analítico y las implicaciones del EMBP.

1. Un marco contable monetario simple

Sean H la base monetaria o dinero primario (*high-powered money*); R , el nivel de reservas internacionales; C_1 , el monto de créditos otorgados por el Banco Central al sector público; y e el tipo de cambio. Luego, la cuenta contable T del Banco Central será:

¹⁹Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Johnson (1976a, b), Hahn (1977), Dornbusch (1980a), Williamson (1983a), Nichans (1984), Frenkel y Mussa (1985).

<i>Banco Central</i>	
<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Reservas internacionales: R	Base monetaria: H
Créditos al sector público: C_1	

La identidad contable (en "pesos") del balance del Banco Central será:

$$H \equiv eR + C_1 \quad (3.1)$$

Esta identidad contable simple ilustra lo siguiente:

i) Si el Banco Central interviene en el mercado cambiario vendiendo o comprando divisas (por ejemplo, dólares), se produce una modificación en los activos de reservas internacionales del Banco Central, y por lo tanto un cambio en la base monetaria H . Cuando el Banco Central compra dólares, paga con pesos; la compra de dólares incrementa el nivel de reservas internacionales R del Banco Central, y el pago en pesos aumenta el dinero primario H .

ii) Cuando hay un superávit en la balanza comercial de la balanza de pagos, que no es (exactamente) compensado con una salida de flujo financiero de la cuenta de capitales, se produce un aumento neto de reservas R . Este incremento en R significa que el Banco Central ha efectuado un pago en pesos a los exportadores, aumentando de esta forma los pasivos del Banco. En consecuencia, un superávit en la balanza comercial produce un incremento en la base monetaria.

En general, los países que tienen un déficit en su balanza de pagos, cuando no aplican políticas de esterilización, experimentan una contracción de su base monetaria H ; los países con superávit de balanza de pagos experimentan una expansión de H .

Sea M_1 el monto total de depósitos (en cuenta corriente) de los bancos comerciales, y C_2 el monto de créditos otorgados por los bancos comerciales a los sectores público y privado. Luego, la identidad contable de los bancos comerciales será:

Bancos comerciales

<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Base monetaria: H	Depósitos: M ₁
Créditos a los sectores público y privado: C ₂	

Se han hecho dos supuestos simplificadorios en este balance de los bancos comerciales: i) todo el dinero primario es mantenido por los bancos comerciales; ii) la oferta monetaria M₁ es exactamente igual al total de depósitos, es decir, se han omitido los billetes y monedas para simplificar el análisis.

Se va a suponer que hay una relación simple entre la oferta monetaria M₁ y la base monetaria H: M₁ = αH en que α es el multiplicador monetario (α ≥ 1).

La identidad contable de los bancos comerciales será entonces:

$$H + C_2 = M_1 \quad (3.2)$$

Luego, cuando hay un aumento de reservas R que no es esterilizado, habrá un aumento de la base monetaria ΔH. Este aumento del dinero primario en ΔH produce un incremento de la oferta monetaria en ΔM₁; como el multiplicador monetario es mayor que 1, entonces ΔM₁ > ΔH. Para restablecer la identidad contable (3.2) se requiere un aumento del crédito otorgado por los bancos comerciales. De hecho, el aumento de este crédito será: ΔC₂ = (α - 1) ΔH.

Sea C_r = C₁ + C₂, que corresponde al total de préstamos que proporcionan el Banco Central y los bancos comerciales al sector público y privado; C_r es el crédito interno total. Luego, el balance contable de todo el sistema bancario consolidado (Banco Central y bancos comerciales) será:

Sistema bancario consolidado

<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Reservas internacionales: R	Depósitos: M ₁
Crédito interno: C _r	

La identidad contable (en pesos) del sistema bancario consolidado será:

$$eR + C_r = M_1 \quad (3.3)$$

Introduciendo en la relación (3.3) la base monetaria a través de la relación M₁ = H; utilizando variaciones incrementales Δ de R, C_r y H; y manteniendo fijo el tipo de cambio, la relación (3.3) se transforma en:

$$e\Delta R + \Delta C_r = \alpha\Delta H \quad (3.4)$$

Esta identidad contable (3.4) es una buena aproximación al marco contable utilizado por el FMI en su programación financiera. El FMI establece metas cuantitativas con respecto a las variaciones de reservas y a la expansión del crédito interno.

Para simplificar momentáneamente el análisis, supongamos que ΔC_r = 0; luego, cualquier aumento del nivel de reservas internacionales R va a *expandir* la base monetaria H (ver relación 3.4). En relación a este punto, el FMI plantea que la acumulación de reservas internacionales, cuando no hay una política de esterilización, aumentará la oferta monetaria y por lo tanto, acelerará el proceso inflacionario.

Si ahora suponemos, para simplificar momentáneamente el análisis que ΔH = 0, entonces la relación (3.4) muestra que cualquier aumento del nivel de reservas internacionales R va a *contraer* el crédito interno; por otra parte, cualquier expansión del crédito interno hará disminuir las reservas internacionales. Esta relación entre reservas internacionales y crédito interno es la relación central del enfoque monetario de la balanza de pagos.

El impacto monetario de variaciones en las reservas internacionales sobre la base monetaria puede ser neutralizado utilizando políticas de esterilización. Una economía que tiene un déficit en su balanza de pagos, o que tiene que efectuar una transferencia de divisas al exterior, puede neutralizar el efecto contractivo sobre la base monetaria a través de dos mecanismos diferentes: i) transacciones internas de activos financieros, es decir, adquisición, por parte del Banco Central, de bonos u otros documentos del sector público o privado, incrementando de esta forma el stock monetario a su nivel inicial; ii) disminución del nivel de importaciones.

2. *El modelo analítico del enfoque monetario de la balanza de pagos*

Como se señaló previamente, según el EMBP un problema de desequilibrio externo es fundamentalmente un fenómeno monetario y *no* un fenómeno real (no es un problema de precios relativos). Luego,

el tipo de análisis apropiado es el análisis monetario; es decir, para examinar un problema de desequilibrio externo, hay que analizar los cambios experimentados por el stock de dinero. Como se puede apreciar en la relación (3.4), dicho stock puede ser modificado a través de variaciones en las reservas internacionales o en el nivel de crédito interno. En consecuencia, la decisión de política económica es crucial para el análisis de la balanza de pagos.

La balanza de pagos de un determinado país es la diferencia entre los ingresos y pagos en moneda extranjera que reciben y efectúan los agentes económicos de dicho país. La existencia de un déficit en dicha balanza implica que los pagos que hay que efectuar en moneda extranjera son mayores que los ingresos. Entonces, la pregunta crucial es: ¿cómo se financia dicho déficit?

Supongamos que los importadores sean quienes requieren divisas para efectuar los pagos en moneda extranjera. Estos importadores van a adquirir dichas divisas en el Banco Central. Este proceso tiene dos efectos distintos: i) una disminución en el nivel de reservas internacionales del Banco Central, cuyo monto es finito; ii) una reducción de la oferta monetaria, que producirá una contracción de la demanda agregada y por lo tanto una caída en el nivel de actividad económica.

Luego, si cae el nivel de actividad económica, se reduce el nivel de gasto interno de los agentes por debajo de su ingreso; así se genera eventualmente un excedente que ayuda a eliminar el desequilibrio de la balanza de pagos. Por lo tanto, se dispone de un mecanismo simple y automático para resolver un problema de desequilibrio externo.

Sin embargo, si tal desequilibrio persiste quiere decir que el mecanismo descrito previamente no está funcionando. Por lo tanto, según el EMBP tendría que haber un mecanismo distinto y especial por medio del cual se financia y se sustenta el déficit persistente de la balanza de pagos; la existencia y operatoria de este mecanismo especial es la causa central del desequilibrio externo persistente.

Según el EMBP, el mecanismo especial que financia y sustenta el déficit de la balanza de pagos es la política de esterilización del Banco Central. Debido a que el déficit de divisas reduce la cantidad de dinero de la economía, generando así una contracción económica, el Banco Central trata de neutralizar el impacto monetario de la caída de reservas internacionales para evitar la disminución en el nivel de actividad económica. Para este efecto el

Banco Central utiliza las transacciones internas de activos financieros para aumentar el nivel de crédito interno y así evitar la caída en el nivel de actividad económica.

Luego, según el EMBP, cuando el Banco Central utiliza una política de esterilización que neutraliza el impacto monetario de la caída de reservas internacionales, financia y sustenta el déficit de la balanza de pagos y evita su reducción. Por lo tanto, la expansión del crédito interno es el mecanismo especial que genera el desequilibrio externo persistente. El déficit de la balanza de pagos puede eliminarse sólo si hay un cambio de la política monetaria, para evitar que se esterilice el impacto monetario de una disminución del nivel de reservas internacionales.

A continuación se derivará un modelo analítico simple para ilustrar los supuestos y resultados centrales del EMBP.

Se supone que en la economía hay un solo bien compuesto que es transable internacionalmente. Esto implica como supuesto que el sistema de precios relativos de los distintos bienes permanece constante. Se supone además que en esta economía rige la ley de un solo precio; es decir, que la economía del país está totalmente integrada a la economía mundial y hay un arbitraje perfecto de precios de los bienes. Sea P el precio interno del bien compuesto (transable) expresado en pesos y P^* el precio internacional expresado en dólares. Luego, la ley de un solo precio se expresa como:

$$P = eP^* \quad (3.5)$$

Supongamos ahora que la economía está operando a un nivel de producción de pleno empleo, es decir, $Y = \bar{Y}$. El supuesto implícito en este caso es que hay completa flexibilidad del mecanismo de precios y salarios.

La demanda de dinero real, $\frac{M^D}{P}$ es una demanda de transacciones, es decir, es sólo función del nivel de ingreso real Y .

$$\frac{M^D}{P} = L(Y) \quad (3.6)$$

La oferta de dinero (en pesos), M^S , está determinada por la relación contable descrita previamente:

$$M^S = C_r + eR \quad (3.7)$$

El equilibrio en el mercado monetario requiere que $M^D = M^S$; luego:

$$C_r + eR = PL(Y) \quad (3.8)$$

Sustituyendo en (3.8) la relación (3.5) de la ley de un solo precio, y suponiendo que existe un nivel de producción de pleno empleo, se tiene:

$$C_r + eR = eP^*L(\bar{Y}) \quad (3.9)$$

Con un sistema de tipo de cambio fijo, el segundo miembro de la expresión (3.9) es constante, puesto que P^* es exógeno e \bar{Y} es el nivel de producción de pleno empleo. Luego, utilizando la notación $\hat{\cdot}$ para la tasa de cambio de una variable,²⁰ la expresión (3.9) se transforma en:²¹

$$-\hat{R} = \frac{\hat{C}_r}{e} \quad (3.10)$$

El significado de esta expresión (3.10) es muy directo: la expansión del crédito interno C_r produce una caída en el nivel de reservas internacionales; en otras palabras, el aumento del crédito interno genera un problema de balanza de pagos. En síntesis, el mensaje central del EMBP es que el crédito interno es el factor determinante del desequilibrio externo.

En otras palabras, el EMBP plantea que si el Banco Central no utilizara políticas de esterilización, un mecanismo automático de la economía eliminaría cualquier desequilibrio externo. La forma de operar de dicho mecanismo automático es similar a aquel que utilizaba el patrón oro.

Como se vio en la primera sección, el mecanismo automático del patrón oro funcionaba de la siguiente manera: un déficit de la balanza de pagos implicaba un flujo de oro hacia el exterior; esto reducía la base monetaria de la economía del país. La contracción de la base monetaria, a través de la aplicación de la teoría cuantitativa del dinero, generaba una caída de los precios internos, lo cual permitía expandir las exportaciones y reducir las importaciones, eliminando así el déficit inicial de la balanza de pagos.

²⁰Esta notación significa que, por ejemplo, $\hat{R} = \frac{\Delta R}{R}$

²¹La tasa de variación de una constante es cero y por eso se hace nulo el segundo miembro de la expresión (3.9).

Veamos a continuación el funcionamiento del mecanismo automático del EMBP para el caso en que no haya movilidad de capitales financieros. Para simplificar el análisis, supongamos que se tiene un tipo de cambio fijo y que la base monetaria sólo cambia ante variaciones en las reservas internacionales (esto sería equivalente a un patrón dólar). En este caso, un déficit de la balanza de pagos implicaría una caída de las reservas internacionales del Banco Central, lo cual reduciría la base monetaria; en consecuencia, se contraería la cantidad de dinero de la economía. En el EMBP, como opera la ley de un solo precio, los precios internos no pueden variar, por cuanto éstos están determinados exógenamente en el mercado internacional. Luego, la contracción de la cantidad de dinero implica una caída de los saldos monetarios reales de la economía, lo cual genera un exceso de demanda de saldos reales. Los agentes económicos tratan de ajustar sus saldos monetarios para recuperar los niveles deseados de stock; para lograrlo, tienen que contraer sus gastos en relación a sus ingresos, y esto implica una reducción del déficit de balanza de pagos. Este fenómeno se repite hasta la eliminación de dicho déficit.

El funcionamiento del mecanismo automático del EMBP para el caso en que hay movilidad de capitales financieros es el siguiente: un déficit de balanza de pagos implica una caída de reservas, que reduce la base monetaria y contrae la cantidad de dinero de la economía. La contracción de la cantidad de dinero hace subir la tasa de interés por sobre el nivel de la tasa de interés internacional; este diferencial de tasas de interés atrae el ingreso de créditos y capitales financieros, lo cual permite reducir y eventualmente eliminar el déficit de la balanza de pagos.

Como se puede apreciar en este último caso, la tasa de interés (y no el tipo de cambio), pasa a constituirse en el mecanismo que equilibra la balanza de pagos. En este EMBP, la cuenta de capitales desempeña un papel central para resolver el problema de desequilibrio externo; para que se genere un flujo de capitales financieros hacia el país, se requiere que se deje incrementar libremente la tasa de interés.

Luego, un supuesto implícito del EMBP es que existe una oferta ilimitada de crédito externo, de manera que basta un pequeño diferencial entre la tasa de interés interna y la tasa de interés internacional para que se produzca un flujo de capitales financieros hacia un país. Sin embargo, la realidad que han enfrentado las economías latinoamericanas es algo distinta, y hoy día estamos observando que

cuando el stock de endeudamiento externo en relación al PGB alcanza un determinado valor (o cuando el servicio de la deuda externa en relación al valor de las exportaciones llega a un determinado porcentaje), la oferta de crédito externo se torna altamente inelástica.

Las principales conclusiones del EMBP serían las siguientes:

a) Una devaluación no tiene ningún efecto sobre los precios relativos de la economía, lo que se opone diametralmente a lo sugerido por el modelo de elasticidades. Según el EMBP, una devaluación nominal no modifica los precios relativos, por cuanto genera un impacto inflacionario de igual magnitud; es decir, la devaluación se transfiere totalmente a los precios finales de los bienes. Los supuestos iniciales del EMBP conducen inevitablemente a este resultado; todos los bienes son transables, y prevalece la ley de un solo precio.

En el modelo del EMBP, la devaluación no es un instrumento que permita corregir el desequilibrio existente en la cuenta corriente; sin embargo, podría considerarse que la devaluación tendría un efecto transitorio sobre la balanza de pagos por modificar el nivel de los saldos reales de la economía, e influir de esta manera sobre el nivel de gasto interno. En otras palabras, debido al supuesto de sustitución perfecta entre bienes (precios relativos constantes), en el EMBP una devaluación podría afectar al desequilibrio de balanza de pagos sólo a través del mecanismo de saldos reales, reduciendo el gasto interno.

En realidad, en el EMBP, se considera a la tasa de interés y no al tipo de cambio como el instrumento que tiene ventajas relativas para resolver un problema de desequilibrio externo. Según el EMBP, como el sistema de precios relativos es constante, habría que influir en la cuenta de capitales y no en la cuenta corriente para corregir un déficit de balanza de pagos; la tasa de interés sería el instrumento que ejerce más efecto sobre el comportamiento de la cuenta de capitales.

b) En países latinoamericanos con inflación, el EMBP, y en particular, la ley de un solo precio, tiene una consecuencia simple de control de la inflación. En efecto, la ley de un solo precio (expresión 3.5), en términos de tasa de variación, se transforma en:

$$\hat{P} = \hat{e} + \hat{P}^* \quad (3.11)$$

en que \hat{P} correspondería a la inflación interna, \hat{P}^* sería la inflación externa (o internacional) y \hat{e} sería la variación del tipo de cambio. Luego, si se fija el tipo de cambio, entonces $\hat{e} = 0$, y en consecuencia, $\hat{P} = \hat{P}^*$; es decir, la inflación interna se iguala a la inflación internacional. Por otra parte, si se utiliza una regla de minidevaluación activa, en que el tipo de cambio se modifica a una tasa inferior que el diferencial entre la inflación interna y la inflación externa, se frena el alza de precios internos.

Nótese que en estos dos casos se está utilizando el tipo de cambio como instrumento económico para controlar la inflación interna.

c) El Banco Central no debería utilizar una política de esterilización para neutralizar el impacto monetario de variaciones de las reservas internacionales. Esto se debe a que cuando se tiene un régimen de tipo de cambio fijo, según el EMBP el Banco Central pierde el control de la política monetaria; es decir, la política monetaria pasa a ser totalmente endógena.

d) Para corregir un problema de déficit de balanza de pagos resulta decisivo el control de la expansión del crédito externo. Luego, hay que examinar las causas de la expansión del crédito externo; por lo general, según los economistas monetaristas, éstas se asocian a la existencia de un déficit fiscal. Como se verá más adelante, esto es lo que lleva al FMI a establecer el límite del déficit fiscal como otra meta cuantitativa de un programa de ajuste externo.

e) En su versión extrema, el EMBP plantea que los desequilibrios de balanza de pagos son síntomas de desequilibrios monetarios que se resolverán solos gracias al funcionamiento del mecanismo automático "variación de reservas internacionales-cambios en el stock nominal de dinero" que operará mediante tasa de interés, saldos reales o ambos; en consecuencia, no se requieren políticas específicas para enfrentar un desequilibrio externo, sino sólo dejar de hacer ciertas cosas que se están haciendo, como aplicar políticas de esterilización o limitar el alza de la tasa de interés. Una devaluación o una restricción de importaciones son sólo sustitutos de la contracción monetaria, que actúan reduciendo el nivel de saldos reales en vez de contraer el stock nominal de la cantidad de dinero; por ello, su efecto es sólo transitorio (Kenen, 1985a).

IV

Enfoques de la cuenta de capitales²²

En las publicaciones económicas anteriores a 1970, los movimientos de capitales estaban principalmente asociados a la inversión directa de empresas multinacionales. Ya en los años setenta, sin embargo, los flujos financieros correspondientes a crédito externo adquirieron mayor importancia cuantitativa que los flujos comerciales.

Esta dicotomía también tiene una contrapartida teórica. Los enfoques de la cuenta de capitales del período anterior a 1970 corresponden a modelos de flujos; como los flujos financieros no eran muy significativos, el análisis teórico consistió simplemente en agregar ecuaciones adicionales a los modelos existentes de la cuenta corriente. En los años setenta se introduce en los países desarrollados el sistema de tipo de cambio flotante, y además comienza a producirse una integración creciente de los mercados de capitales de corto (y largo) plazo. De ello se desprende que la situación de la cuenta corriente (déficit o superávit) no aparece como una buena medida del desequilibrio externo, y por lo tanto, no indica qué habría que hacer con el tipo de cambio. Por otro lado las modificaciones frecuentes y continuas en las relaciones paritarias cambiarias de las monedas de los países desarrollados sugieren que el tipo de cambio es más bien el precio relativo de activos distintos (las monedas de cada país) que el precio relativo de los bienes transables de la cuenta corriente. No es posible creer que los precios relativos de los bienes transables puedan variar con la misma rapidez que el mercado cambiario. Surgen así los modelos de activos de la cuenta de capitales, que en realidad son una extensión del EMBP; en estos modelos de activos, el foco de atención está en el muy corto plazo, es decir, en el proceso dinámico que hay entre las variaciones de reservas internacionales y la oferta monetaria y el efecto de esto sobre el tipo de cambio. Los modelos de activos están fundamentalmente orientados a explicar la inestabilidad cambiaria observada en los países desarrollados con el régimen de tipo de cambio flotante.

²²Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Dornbusch (1980a, b), McKinnon (1981), Williamson (1983a), Frenkel y Mussa (1985), Marston (1985), Kenen (1985a).

1. Modelos de flujos

En las publicaciones anteriores a 1970 se adoptaba una de las siguientes alternativas con respecto a los movimientos de capitales (Dornbusch, 1980b; Williamson, 1983a): a) Se suponía que estos flujos financieros son exógenos. b) Se consideraba que las variaciones en la cuenta de capitales refuerzan lo que sucede en la cuenta corriente. Cuando esta última está en mala situación, la cuenta de capitales sufre un deterioro aún mayor: por ejemplo, si existe un déficit en la cuenta corriente, la posibilidad de devaluación induce a una fuga de capitales. En otras palabras, la movilidad de capitales sería proporcional a lo que pasa con la cuenta corriente; aún más, el factor de proporcionalidad podría ser mayor que 1 (algo así se ha observado en América Latina en las décadas de 1970 y 1980: se le presta más a quienes tienen más, y se le presta menos a quien más lo necesita). c) El ingreso de capitales a un país se hacía depender del diferencial entre la tasa de interés interna i , y la tasa de interés internacional i^* . A continuación se examinará más en detalle esta última alternativa.

Los modelos más simples de la economía abierta se obtuvieron agregando la ecuación de la balanza comercial al modelo más sencillo de la cuenta corriente. Análogamente, el modelo más simple que incorpora la cuenta de capitales se obtiene agregándole a los modelos de la cuenta corriente dos ecuaciones: a) Una ecuación correspondiente al ingreso del flujo de capitales F , en que F es función de la tasa de interés i e i^* ; es decir, $F = F(i, i^*)$. Esto supone un régimen con tipo de cambio fijo. Luego, si $F > 0$, esto indica que el país ha obtenido crédito externo, o bien, que los agentes extranjeros están adquiriendo deuda del país. b) Una ecuación correspondiente a las variaciones de las reservas internacionales \hat{R} , en que $\hat{R} = B_C + F$ (en este caso, B_C es el saldo de la balanza comercial). De aquí se deriva una nueva definición del desequilibrio externo; $\hat{R} = 0$ (en vez de $B = 0$), lo que implica que existe equilibrio externo cuando no hay cambios en la disponibilidad de reservas internacionales del Banco Central.

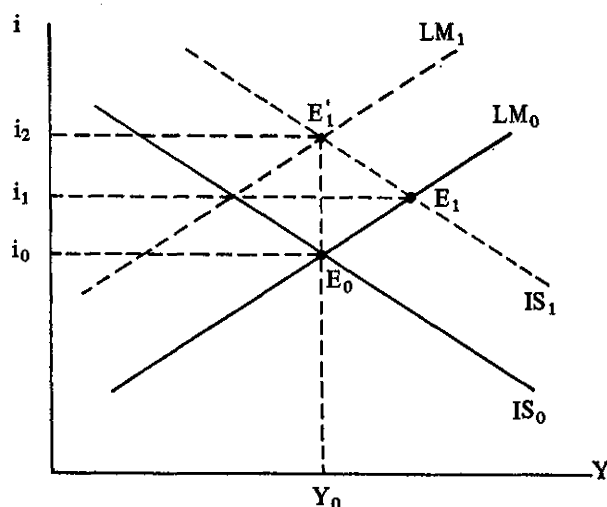
Aún a pesar de que la introducción de cuenta de capitales en los modelos de la economía abierta se

realiza a través de relaciones adicionales a un modelo global de la cuenta corriente, tiene dos consecuencias importantes: a) La tasa de interés aparece explícitamente como un mecanismo que sirve para lograr el ajuste externo. b) En los modelos de la cuenta corriente en los cuales no hay movilidad de capitales, las políticas fiscal y monetaria son perfectamente intercambiables en lo que respecta a su impacto sobre el desequilibrio externo, y en consecuencia se habla en general de políticas para controlar el gasto interno Z . Pero cuando se introduce la cuenta de capitales es necesario distinguir entre la política fiscal y la monetaria, por cuanto esta última incide en los flujos financieros y viceversa.

Supongamos que se tiene una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo en que el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones de reservas internacionales. Para analizar la incidencia de los flujos financieros en esta economía, es posible utilizar el mismo instrumental del modelo S/LM de la economía cerrada.²³ Veamos a continuación brevemente la eficacia relativa de la política fiscal y monetaria ante la presencia de flujos financieros.

En el estado inicial la economía se encuentra en el punto E_0 (gráfico 7) con un nivel de actividad económica Y_0 , tasa de interés i_0 , y equilibrio ex-

Gráfico 7



²³Los términos IS y LM son, respectivamente, las abreviaturas de inversión (I) igual a ahorro (S) (equilibrio en el mercado de bienes) y demanda de dinero (L) igual a oferta de dinero (M) (equilibrio en el mercado de dinero).

terno. Supongamos que hay un incremento exógeno en los gastos de gobierno, lo cual desplaza IS_0 hacia IS_1 ; el nuevo equilibrio será E_1 con un mayor producto Y_1 y una mayor tasa de interés i_1 . Esto es todo lo que sucedería en una economía cerrada. Supongamos inicialmente que no hay movilidad de capitales. Luego, el incremento del nivel de actividad económica de Y_0 a Y_1 producirá un déficit de balanza de pagos (DBP) lo cual generará una caída en las reservas internacionales; como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones de reservas, se produce una contracción de la cantidad de dinero y por lo tanto un desplazamiento de la LM; la LM_0 se desplaza hacia LM_1 hasta que se elimina el DBP, o sea, se retorna al nivel de actividad Y_0 . Es decir, el punto de equilibrio será E_1' con una tasa de interés de i_2 . El estímulo expansivo de la política fiscal es totalmente neutralizado por el impacto contractivo de la política monetaria, lo cual es necesario para eliminar el déficit de balanza de pagos que ha generado el mayor nivel de actividad económica (hay que recordar que se tiene un régimen cambiario fijo).

Pero si en esta economía hay movilidad de capitales, no tiene por qué producirse una caída en las reservas internacionales. En efecto, cuando la economía se desplaza de E_0 a E_1 , el aumento de la tasa de interés de i_0 a i_1 atrae un flujo de capitales, el cual permite financiar el déficit de balanza de pagos que ha generado el nuevo nivel de actividad económica Y_1 ; luego, no se produce un desplazamiento de la LM, y en consecuencia, el nuevo nivel de Y puede mantenerse mientras persista el flujo financiero atraído por las relativamente mayores tasas de interés. (Implícitamente se supone que i_0 corresponde a la tasa de interés internacional i^* .)

Utilizando el marco de la IS/LM veamos ahora la interacción entre la política monetaria y la movilidad de capitales. Supongamos que la economía está en una posición E_0 con un nivel de producto y_0 y tasa de interés internacional i^* (gráfico 8); supongamos además que inicialmente hay equilibrio de balanza de pagos y prevalece un régimen de tipo de cambio fijo. Examinemos ahora el impacto que tendría una política monetaria expansiva para incrementar el nivel de actividad Y_0 ; una expansión monetaria desplazaría la LM_0 hacia la LM_1 obteniéndose una nueva posición de E_1 con un producto Y_1 y una menor tasa de interés i_1 . Este sería el resultado que se obtendría en el caso de la economía cerrada. Pero en una economía abierta, si no hay movilidad de

Gráfico 8

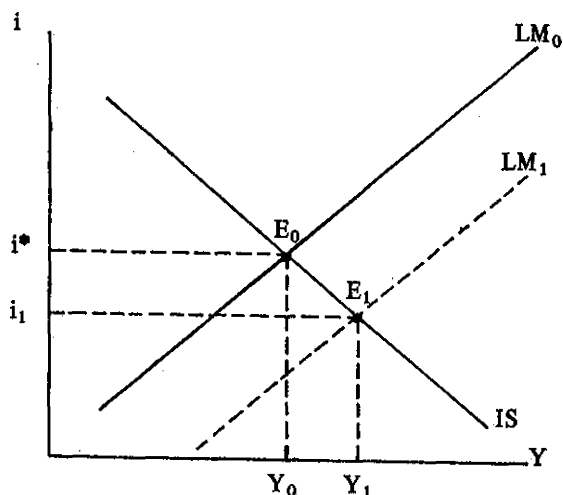
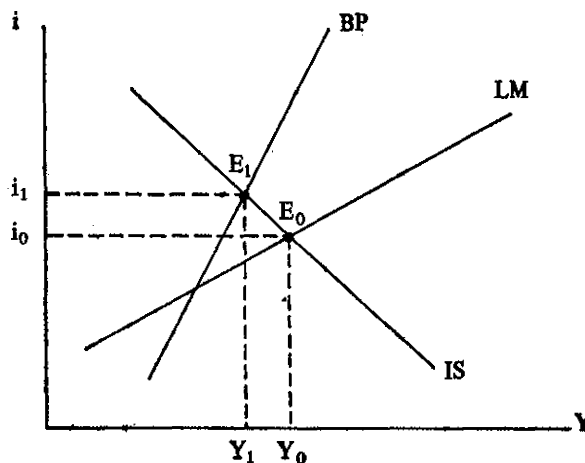


Gráfico 9



capitales, la expansión de la actividad económica de Y_0 a Y_1 genera un déficit de balanza de pagos (en la cuenta corriente); luego, en E_1 habría un desequilibrio externo, que se financia con caída de reservas internacionales, y como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de esta caída, esto origina una contracción monetaria que desplaza a la LM_1 hasta recuperar su posición original LM_0 , para así eliminar el déficit de balanza de pagos que se ha generado. Luego, en una economía abierta con tipo de cambio fijo, la política monetaria resulta ineficaz para generar un aumento de la actividad económica por cuanto el impacto monetario expansivo es contrarrestado totalmente por el efecto monetario contractivo que produce la caída de reservas internacionales. Por otra parte si hubiera movilidad de capitales, el menor nivel de la tasa de interés i_1 (en E_1) que i^* hace más ineficaz aún la política monetaria por cuanto se genera una salida de capitales del país que responde así al diferencial de tasa de interés; este flujo sólo se detiene cuando la tasa de interés retorna al valor de i^* .

En la pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y movilidad de capitales, resulta útil usar el gráfico de la IS/LM (de la economía cerrada) agregándole la relación de equilibrio correspondiente a la balanza de pagos. El equilibrio externo de dicha balanza corresponde a aquella situación en la cual no hay variaciones en las reservas internacionales del Banco Central; sea ésta la línea BP (gráficos 9 y 10). Luego, supongamos que se tiene un punto de equilibrio de la BP en el plano (Y,

i) de la IS/LM; si hay una expansión en el nivel de actividad económica Y, esto generará un déficit de balanza de pagos que requiere, para restablecer el equilibrio externo, que haya un aumento en la tasa de interés, para así atraer un flujo de capitales que financia y elimina dicho déficit; esto implica que el lugar geométrico de los puntos de equilibrio externo tiene pendiente positiva en el plano (Y, i), y esto es lo que muestra la línea BP de los gráficos 9 y 10. En los puntos que están hacia la derecha de BP, hay un déficit de balanza de pagos; en los que están hacia la izquierda, un superávit.

Supongamos que la pequeña economía abierta esté en la posición E_0 de intersección de la IS y LM (gráfico 9), con un nivel de producto Y_0 y tasa de interés i_0 . Esta posición E_0 está fuera de la línea BP; esto implica que hay un desequilibrio de balanza de pagos y en este caso, existe un déficit. Para lograr simultáneamente el equilibrio externo y el equilibrio interno en el mercado de bienes, la economía tiene que desplazarse de E_0 hacia E_1 , que es el punto de intersección de la IS y la BP. En este caso, si no hubiera una política de esterilización del Banco Central, el déficit de balanza de pagos genera una caída de reservas internacionales que contrae la oferta monetaria y desplaza la LM hacia la izquierda; esto hace subir la tasa de interés, lo cual atrae flujos de capitales financieros. Todo se traduce en que a la larga la LM va a cortar a la IS en el mismo punto E_1 , que es donde se elimina el déficit que activa el mecanismo descrito. En este caso, la eliminación del desequilibrio externo se logra a ex-

piensas de una caída en el nivel de actividad económica (Y_0 disminuye a Y_1); esto es análogo a lo que se observaba en el modelo de absorción y en el EMBP; la diferencia central está relacionada con el mecanismo que elimina el desequilibrio externo, y que en este caso es exclusivamente la tasa de interés.

Supongamos ahora que la pequeña economía abierta está en una posición E_0 de intersección de la IS y la LM con Y_0 e i_0 (gráfico 10) y que se quiere alcanzar la posición E_1 , en la cual hay un nivel de actividad económica de pleno empleo Y_{PE} y equilibrio externo (E_1 está sobre la BP). Para que la economía se mueva de E_0 hacia E_1 es necesario desplazar la IS y la LM simultáneamente de manera que se intersecten sobre la BP en E_1 . En este caso es posible observar el papel que cumple la movilidad de capitales para eliminar el conflicto existente entre equilibrio interno y externo que está presente en el modelo de absorción. Como se vio previamente al referirse a este último modelo, a pesar de disponer de dos instrumentos, la política fiscal y la monetaria, no era posible lograr a la vez dos objetivos, es decir alcanzar simultáneamente el equilibrio interno y el externo. En cambio ahora esto es posible, e incluso hay cierta especificidad en el papel que desempeñan los instrumentos. La política fiscal desplaza a la IS hasta cortar a la BP en el punto E_1 (gráfico 10) alcanzándose así el nivel de producto de pleno empleo Y_{PE} ; la política monetaria está orientada a incrementar la tasa de interés, lo cual atrae

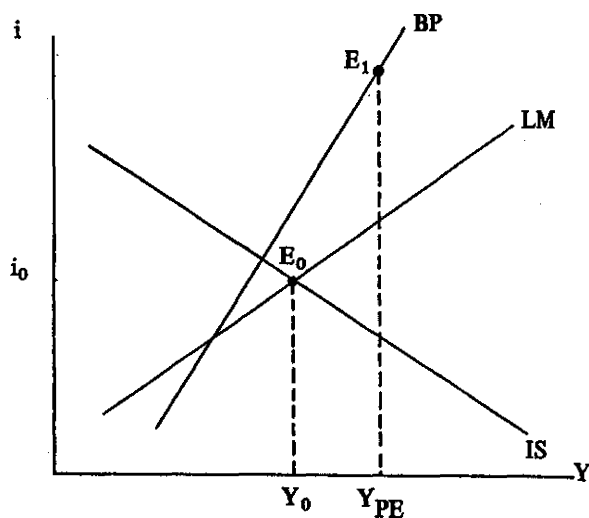
crédito externo que permite financiar la expansión de la actividad económica.

Todo esto se logra en un régimen de tipo de cambio fijo, es decir, sin modificación de los precios relativos. En este caso, la política fiscal está orientada a alcanzar el objetivo interno de pleno empleo, y la política monetaria, a través de la tasa de interés, se transforma en el mecanismo de obtención del equilibrio externo.

El análisis anterior está basado en el modelo tradicional de Mundell-Fleming; la versión más simple de este modelo supone la existencia de perfecta movilidad de capitales. Los supuestos básicos de este modelo son: a) Se tiene una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y sin expectativas de devaluación. b) Existe perfecta movilidad de capitales. Luego, dado el supuesto anterior, esto conduce a una tasa de interés exógena e igual a i^* . El supuesto de perfecta movilidad de capitales implica que hay sustitución perfecta entre los activos financieros internos y externos. Entonces, si la tasa de interés interna supera a i^* , los inversionistas extranjeros adquirirán activos internos (deuda); si la tasa de interés interna es inferior a i^* , los inversionistas del país van a adquirir activos externos, y los inversionistas extranjeros venderán sus activos internos. Esto implica que dicha economía enfrenta una oferta de capitales perfectamente elástica; luego, la línea BP de los gráficos 9 y 10 pasa a ser perfectamente elástica respecto de la tasa de interés i^* . c) El nivel de actividad económica está determinado por la demanda agregada.

El modelo de Mundell-Fleming con perfecta movilidad de capitales y ajuste instantáneo en el mercado de activos sugiere que el proceso de ajuste de la balanza de pagos ante un desequilibrio externo no es un proceso gradual en que la oferta monetaria de la economía del país se ajusta gradualmente a las pérdidas y ganancias de reservas internacionales originadas por desequilibrios en la balanza de pagos; en realidad se tiene un proceso de ajuste casi instantáneo, en que el nivel de reservas se ajusta rápidamente en respuesta a los movimientos de capitales. En este modelo, cualquier expansión de la oferta monetaria es inmediatamente neutralizada por los flujos de capitales. En efecto, supongamos que el Banco Central quiere expandir el nivel de producto a través de un aumento de la cantidad de dinero. La expansión monetaria hace disminuir la tasa de interés por debajo de i^* , lo que genera una "corrida" de

Gráfico 10



dinero y los activos del país, es decir, los agentes económicos adquieren activos extranjeros (por ejemplo, dólares y bonos extranjeros) del Banco Central, lo cual produce una contracción de la oferta monetaria, que sólo se detiene cuando la tasa de interés vuelve a recuperar el nivel de i^* . Por lo tanto, debido a la existencia de perfecta movilidad de capitales, la política monetaria es completamente ineficaz para alterar el nivel existente de la actividad económica; sin embargo, dicha política es un instrumento útil para regular y controlar el nivel de reservas internacionales del Banco Central.

Por otra parte, en el modelo de Mundell-Fleming se observa que una política fiscal expansiva es eficaz para aumentar el nivel de la actividad económica; debido a la perfecta movilidad de capitales, el aumento de los gastos fiscales (o disminución de los impuestos) se financia con endeudamiento externo.

En síntesis, el modelo de Mundell-Fleming muestra que en una pequeña economía abierta con tipo de cambio fijo, la política fiscal es muy eficaz, y la política monetaria totalmente ineficaz, para alterar el nivel de actividad económica.²⁴

Ahora bien, si el tipo de cambio comienza a modificarse de acuerdo al saldo global de la balanza de pagos, una política expansiva que induce a una elevación de la tasa de interés interna puede producir una revaluación de la moneda del país. En efecto, supongamos que se aplica una política fiscal expansiva, que aumenta la demanda agregada o gasto interno; esto incrementa el nivel de producto e ingreso, y por lo tanto, la demanda de dinero. Luego, aun cuando el Banco Central mantenga constante la oferta monetaria, el aumento de la demanda de dinero hace subir la tasa de interés por sobre el valor i^* ; este diferencial positivo de tasa de interés atrae flujos de capitales hacia el país, y si no hay restricciones a su entrada, se puede producir un superávit de balanza de pagos. Este genera presiones para revaluar el tipo de cambio; la revaluación hace perder competitividad internacional al país, deteriorando así la balanza comercial, lo que a la larga afecta la expansión inicial de la producción. Luego, en este caso, el aumento de la tasa de interés interna, que induce el ingreso de capitales, produce una revaluación del tipo de cambio; de esta manera, el superávit

(o en general, el saldo) de la cuenta de capitales determina eventualmente lo que pasa con la cuenta corriente.

2. Modelos de stocks

El problema central que tienen los modelos de flujos recientemente descritos es que con sólo un pequeño diferencial de tasas de interés se produce un flujo permanente de capitales, independientemente de lo que suceda con la cartera de activos de los agentes económicos o de los países. Este problema teórico es resuelto en los modelos de activos de la cuenta de capitales; en este caso lo que se plantea es que los flujos financieros son el resultado de ajustes más generales de toda la cartera de los agentes económicos; en ella hay distintos tipos de activos, entre los cuales están el dinero del país y el dinero extranjero, los bonos del país y los extranjeros, etc.

Desde el punto de vista analítico, la transformación de un modelo de flujos a un modelo de stocks de la cuenta de capitales podría reducirse al sustituir la expresión $F = F(i, i^*)$ por una de stocks de activos K , en que $K = K(i, i^*)$. Sin embargo, la modificación analítica es bastante más profunda. El mercado cambiario pasa a constituirse simplemente en uno más de los distintos mercados de activos, y el tipo de cambio se transforma en el precio de un activo más.

Como se señaló previamente, los modelos de activos están orientados básicamente a explicar la gran inestabilidad cambiaria que se ha observado en los países desarrollados durante los años setenta y ochenta bajo el régimen de tipo de cambio flotante. Dadas las variables y frecuentes fluctuaciones cambiarias, se ha inferido que éstas no pueden corresponder a lo que pasa en la parte real de la economía, por cuanto el mercado de bienes y los precios relativos de éstos no presentan una estructura tan inestable. Por analogía se ha concluido que el mercado cambiario tiene un comportamiento similar al mercado de acciones y de activos financieros; luego, es así como se ha asimilado las distintas monedas a distintos tipos de activos, entre los cuales puede que haya sustitución perfecta o imperfecta. Finalmente, se llega de este modo a la conclusión de que cada moneda es simplemente un activo más de la cartera de los inversionistas, y el precio de dicho activo o las fluctuaciones de este precio dependen de diferenciales de la tasa de interés y elementos de riesgo (Dornbusch, 1980b),

²⁴Este tipo de conclusiones se revierte totalmente cuando se tiene un régimen de tipo de cambio libre.

Cuando hay mercados de capitales que están muy integrados, entonces tiene que haber arbitraje en la tasa de interés;²⁵ como las monedas de cada país son activos cuyo precio es fluctuante, entonces:

$$i = i^* + E(\hat{e}) \quad (4.1)$$

en que \hat{e} es la tasa de variación de e y $E(\hat{e})$ es el valor esperado de la tasa de variación del tipo de cambio.

La relación (4.1) puede expresarse de esta otra manera:

$$E(\hat{e}) = i - i^* \quad (4.2)$$

En esta expresión (4.2) el diferencial existente entre la tasa de interés interna e internacional mide las expectativas de devaluación de los agentes económicos. Este es el significado que se le atribuía en algunas economías latinoamericanas (Argentina, Chile, etc.) al enorme valor relativo que alcanzó la tasa de interés interna a fines de la década de 1970.

En términos generales, la expresión (4.2) establece la relación existente entre la política monetaria y las fluctuaciones del tipo de cambio; es decir, la política cambiaria *no* es independiente de la política monetaria. Cuando existe un régimen de cambio libre, el tipo de cambio prevaeciente y sus fluctuaciones son muy sensibles a las expectativas de los agentes económicos con respecto a lo que sucederá con la política monetaria; el Banco Central puede atenuar el efecto de éstas demostrando su decisión de ajustar la oferta monetaria de manera de permitir sólo pequeñas variaciones del tipo de cambio. En síntesis, la turbulencia observada en los mercados cambiarios es, según la expresión (4.2), consecuencia de políticas monetarias erráticas aplicadas por algunos Bancos Centrales (McKinnon, 1981).

3. Implicaciones de los enfoques de la cuenta de capitales

a) Los enfoques de las cuentas de capitales ilustran el papel que puede desempeñar la cuenta de capitales en una situación de desequilibrio externo. Por una parte, los flujos financieros pueden evitar el dilema entre desequilibrio interno y desequilibrio externo que se plantea en el modelo de absorción. Por otra parte, las políticas cambiarias basadas exclusivamente en lo que sucede con la cuenta co-

rriente pueden tener un impacto negativo sobre el mercado de activos; en este sentido, algunos fenómenos recurrentes en las economías latinoamericanas son el mayor precio de la divisa en los mercados cambiarios paralelos y la fuga de capitales.

b) No obstante lo anterior, una concentración exclusiva en la cuenta de capitales como elemento central de la balanza de pagos y de la determinación del tipo de cambio puede producir: una completa despreocupación del desequilibrio existente en la cuenta corriente; una revaluación del tipo de cambio, lo cual conduce a un deterioro creciente de la cuenta corriente. La economía del país pierde competitividad internacional y se reduce la producción de bienes transables. Si se recurre por un período prolongado al crédito externo para financiar el déficit de la cuenta corriente, la deuda externa puede alcanzar magnitudes relativamente elevadas, como ha sucedido recientemente en las economías latinoamericanas.

c) Una versión extrema del enfoque de la cuenta de capitales es aquella que plantea que el desequilibrio externo es consecuencia exclusiva del desequilibrio existente en dicha cuenta; es decir, lo que sucede con la cuenta corriente depende de lo que sucede con la cuenta de capitales. Examinemos esto con mayor detalle.

A partir de la identidad contable básica de cuentas nacionales para la economía abierta: $Y \equiv C + I + G + X - M$, es posible sustituir $Y - C \equiv A + T$, en que A es el ahorro privado y T son los impuestos; es decir, la diferencia entre ingreso y consumo corresponde a ahorro e impuestos. Luego:

$$(A - I) + (T - G) = X - M \quad (4.3)$$

En esta expresión (4.3) $(T - G)$ representa el déficit fiscal del gobierno y $(A - I)$ corresponde al déficit que tiene el sector privado en sus decisiones de ahorro-inversión (se supone implícitamente que toda la inversión es privada).

El segundo miembro de la expresión (4.3) corresponde a la balanza comercial (o cuenta corriente). Si hay un desequilibrio en la balanza comercial, esto implica que tiene que haber un desequilibrio en el primer miembro de (4.3), es decir, en las decisiones de ahorro-inversión de la economía del país. En el enfoque de la cuenta de capitales se sugiere que es el desequilibrio en las decisiones de

²⁵Si el tipo de cambio está fijo y no hay expectativas de que fluctúe entonces se llega a la paridad de tasas de interés: $i = i^*$

ahorro-inversión lo que genera el desequilibrio en la cuenta corriente; aún más, en última instancia, el problema está radicado en el déficit fiscal.

Si se supone que existe un mercado de capitales perfectamente integrado, entonces el sector privado utiliza la i^* como variable central en la toma de decisiones; los ahorradores utilizan la i^* en las decisiones de adquisición de activos, mientras que los inversionistas comparan la tasa de retorno de los distintos proyectos con el valor de i^* . Si hay una diferencia apreciable entre el ahorro privado y la inversión privada, se producirá una acumulación o desacumulación de activos financieros externos por parte de los agentes privados de la economía del país, y es este fenómeno lo que determina el déficit que se genera en la balanza comercial. En otras palabras, es la insuficiencia de ahorro (interno) de la economía del país lo que genera el requerimiento de ahorro externo o desequilibrio de la cuenta corriente; es decir, el desequilibrio de la cuenta de capitales es el factor determinante del déficit de la cuenta corriente.

En líneas generales, si el déficit de la balanza comercial se incrementa, esto se puede deber ya sea a un aumento en el déficit del sector privado o del gobierno. Suponiendo que el déficit del sector privado es muy pequeño en relación al déficit del gobierno (o bien que hay un equilibrio en las decisiones de ahorro-inversión del sector privado), entonces el déficit fiscal resulta ser el factor determinante del desequilibrio externo.

Con este tipo de argumentación, McKinnon (1981) y en cierta medida el FMI, concluyen que la causa básica de un desequilibrio externo está en la existencia de un déficit fiscal. Luego, para resolver un problema de desequilibrio de la cuenta corriente, lo que hay que hacer es eliminar el déficit fiscal; incluso, no sería necesario modificar el tipo de cambio, por cuanto el tipo de cambio es un precio que se determina en el mercado de los activos. Desde este punto de vista, el tipo de cambio no es el instrumento más adecuado para determinar el equilibrio entre las decisiones de ahorro-inversión de la economía del país (McKinnon, 1981).

Sin embargo, el planteamiento anterior es cuestionable: es posible tener una economía en la cual haya incluso superávit fiscal, y cuyo desequilibrio externo se origine por un súbito deterioro en los términos de intercambio; en este caso, sería el deterioro de la balanza comercial lo que podría transformar un superávit fiscal en déficit fiscal a través de la caída de la recaudación tributaria que genera la pérdida de ingresos del sector exportador.

d) Una de las principales conclusiones de los enfoques de la cuenta de capitales es que la política monetaria y la política cambiaria no son independientes. La libre movilidad de capitales y la libre convertibilidad entre distintas monedas implica que los Bancos Centrales tienen serios problemas para controlar el tipo de cambio y ajustar la oferta monetaria mediante intervenciones oficiales. Las alteraciones que realizan los agentes económicos (empresas transnacionales, bancos comerciales, inversionistas privados, etc.) en sus carteras pueden dificultar, e incluso neutralizar, la política monetaria (autónoma) que quiera aplicar el Banco Central de una pequeña economía abierta con régimen cambiario fijo.

La libre movilidad de capitales implica que la tasa de interés interna se igualará eventualmente a la tasa de interés internacional; luego, el Banco Central no puede regular la tasa de interés, por cuanto ésta pasa a ser exógena a la economía del país. Si además se tiene un régimen cambiario fijo, la política monetaria pasa a ser endógena. En síntesis, el Banco Central de una pequeña economía abierta, con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo, pierde instrumentos de política económica.

e) En una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y libre movilidad de capitales, la política monetaria es totalmente ineficaz para alterar el nivel de actividad económica, por cuanto los flujos de capitales contrarrestan cualquier contracción o expansión monetaria. En cambio, la política fiscal es muy eficaz para incrementar el nivel de producción interna, por cuanto los flujos de capitales financian la expansión interna.

V

El programa de ajuste del FMI²⁶

En esta sección se examinan los fundamentos y la lógica económica del programa de ajuste del Fondo Monetario Internacional (FMI), y además, se señalan las objeciones que se han hecho en las publicaciones especializadas latinoamericanas respecto de dicho programa.

Si bien el programa del FMI ha permitido, en general, a las economías latinoamericanas lograr el objetivo de reducir el desequilibrio externo, el costo interno consiguiente ha sido alto, en términos de caídas del empleo y del producto, reducción del ingreso real y disminución de los salarios reales. La distribución de este costo resulta al mismo tiempo poco equitativa, pues afecta especialmente a los trabajadores y a los grupos sociales de menores ingresos.

Dado lo anterior, surgen distintos interrogantes. ¿Es realmente necesario que para lograr el ajuste externo haya que incurrir en un costo interno tan elevado? ¿Qué tipo de modificaciones habría que introducirle al programa del FMI para reducir los costos del ajuste? ¿Serían estas modificaciones del tipo de políticas o sólo del nivel en que se aplican?

1. Marco conceptual del programa del FMI

El planteamiento central del FMI se basa en que el desequilibrio externo es generado por el desequilibrio interno. Si un país tiene un déficit de balanza de pagos, esto se debe a que está gastando más de lo que produce, es decir, está viviendo por encima de sus medios. Luego, el programa del FMI se orienta a ajustar el nivel de gastos al nivel de ingresos.

Existen dos tipos de desequilibrios de balanza de pagos: los transitorios o temporales, y los fundamentales o permanentes. Los desequilibrios temporales son aquellos originados generalmente por factores de naturaleza monetaria; pueden deberse a "políticas erróneas" aplicadas por los países que acuden al FMI. Luego, si el país modifica la respectiva política pone fin al desequilibrio de balanza de

pagos; esto quiere decir que los desequilibrios transitorios son reversibles, y en consecuencia, por consideraciones de eficiencia deberían ser corregidos fundamentalmente mediante financiamiento. La posibilidad de hacerlo dependerá del monto de recursos con que pueda contar el país afectado. Un desequilibrio fundamental, por su parte, es de naturaleza más permanente, y generalmente se origina en factores reales. En este caso, las razones de eficiencia sugieren que debería ser más decisivo el componente de ajuste que el de financiamiento. No obstante esta clasificación, no siempre resulta fácil identificar un desequilibrio como transitorio o permanente.

La función principal del FMI fue originalmente proporcionar liquidez o financiamiento de corto plazo a los países (miembros) con desequilibrios externos transitorios; además, el FMI también debiera proporcionar cierto financiamiento a aquellos países con desequilibrios fundamentales, para facilitar en parte el consiguiente ajuste en el país afectado.

Podrían distinguirse conceptualmente dos tipos de programas del FMI (Buire, 1983; Ground, 1984): i) El acuerdo de derecho de giro (*stand-by*) y la programación financiera, que estaban orientados a que un país modificara su "política errónea" para eliminar así el desequilibrio transitorio de balanza de pagos. En este marco analítico está excluida la devaluación, lo cual es totalmente consistente con una de las funciones principales que originalmente debía cumplir el FMI (velar para que los países no modifiquen su paridad cambiaria). En este contexto, el desequilibrio externo es producido por la existencia de un desequilibrio monetario; hay un exceso de cantidad de dinero que hay que eliminar para así reducir el nivel de gastos de la economía. ii) La devaluación, instrumento central para poder corregir un desequilibrio fundamental de balanza de pagos. En este sentido, inicialmente, los programas financieros del FMI y la devaluación eran considerados conceptualmente como "líneas de política que eran mutuamente excluyentes" (Buire, 1983). Sin embargo, desde 1947 (año de inauguración del FMI) hasta 1971-1973 (fin de Bretton-Woods) se produjeron más de 200 devaluaciones de países miembros del FMI, y gran parte de éstas tuvo lugar como un componente

²⁶Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Bacha (1983), Buira (1983), Massad y Sahler (1984), Ground (1984), Dornbusch (1982), Williamson (1983b), Killick (1984).

central de los programas de ajuste del FMI, particularmente en los países latinoamericanos.

Para simplificar la discusión del marco conceptual del programa de ajuste del FMI, se mantendrá la clasificación descrita en el párrafo anterior. En este sentido se examinará un marco teórico exclusivamente monetarista, cuya base correspondería al enfoque monetario de la balanza de pagos y que excluye el uso de la devaluación; luego se examinará un marco teórico keynesiano que corresponde a la síntesis de los enfoques de absorción y elasticidades. Los programas de ajuste del FMI son generalmente una combinación híbrida de ambos.

Como se señaló previamente, según el FMI el problema de fondo que origina un déficit de balanza de pagos es el hecho de que un país gaste más de lo que produce; en consecuencia, es preciso restringir el nivel de gastos internos. Para el enfoque monetarista, la política monetaria es el instrumento central para controlar la demanda agregada interna; luego, si se controla la cantidad de dinero será posible reducir el nivel de gastos internos.

Es así como el llamado programa financiero, orientado a determinar la expansión del crédito interno, constituye el mecanismo principal utilizado por el FMI para controlar la evolución de la economía de un país. Como se vio previamente al analizar el enfoque monetario de la balanza de pagos, la expansión del crédito interno genera una pérdida de reservas internacionales. Por esto el FMI asigna un papel tan preponderante en su programa financiero al control de la expansión del crédito interno. Si no hay política de esterilización, la reducción de reservas producirá una contracción en la cantidad de dinero; esto haría funcionar un mecanismo automático similar al del patrón oro, que a la larga eliminaría el déficit de balanza de pagos.

La aplicación del programa financiero del FMI tiene las siguientes etapas:

a) La proyección de la balanza de pagos proporciona el límite para el déficit de la cuenta corriente. Esta proyección se hace estimando el monto de exportaciones, el pago de intereses, los ingresos netos de capitales financieros y la inversión extranjera; el nivel de importaciones (o capacidad de importar) se obtiene como residuo. Luego, este nivel de importaciones determina (a través de la elasticidad-ingreso de las importaciones) el nivel del PGB y en consecuencia, la tasa de crecimiento económico; es posible realizar ajustes a la tasa de crecimiento económico resultante, lo cual afectará al nivel re-

querido de importaciones. Este tipo de ajuste estará restringido por las variaciones que experimentarán las reservas internacionales ΔR . Las variaciones de reservas ΔR serán uno de los indicadores controlados por el FMI.

b) La expansión de la cantidad de dinero se obtiene a partir de la demanda de dinero. Para este efecto es muy importante el supuesto básico monetarista de que la demanda de dinero es una función estable. Luego, a partir de la demanda nominal de dinero del año anterior ($t-1$), agregándole a ésta la tasa esperada de inflación y de crecimiento económico, es posible proyectar la demanda nominal de dinero del año t . Como el mercado monetario tiene que equilibrarse, esto proporciona la variación que experimentará el stock de dinero de la economía, ΔM_1 . Es posible observar que en este cálculo de ΔM_1 se ha utilizado la tasa esperada de inflación; esta proyección puede ser un objetivo de política económica. Bacha (1983) critica al FMI señalando que éste tiende a subestimar la inflación esperada para el año en curso, haciendo así más restrictiva la expansión monetaria.

c) Puesto que ya se ha establecido previamente la variación de reservas ΔR y la variación de la cantidad de dinero ΔM_1 , entonces queda determinada residualmente la variación del crédito interno, por cuanto $\Delta C_r = \Delta M_1 - \Delta R$. La expansión del crédito interno será otro de los indicadores claves que serán controlados por el FMI; de esta forma, la expansión del crédito interno constituye una restricción de la evolución de la economía que es consistente con el objetivo de balanza de pagos (y de estabilización de precios).

d) Otro mecanismo complementario utilizado por el FMI para controlar la expansión del crédito interno está relacionado con el déficit fiscal. Al disminuir este último se reduce un elemento importante de presión sobre la expansión del crédito interno. Además, la menor presión del sector fiscal (y público) sobre el crédito interno permite que un mayor porcentaje de éste sea utilizado por el sector privado, lo cual supuestamente favorece una mayor expansión relativa de la producción de bienes transables; con ello se ayudaría a reducir y eliminar el desequilibrio externo.²⁷ Es así como el nivel del défi-

²⁷Sin embargo, este razonamiento no es válido para el caso en que hay empresas estatales que producen bienes exportables; ej., cobre en Chile, petróleo en México y Venezuela, etc.

cit fiscal constituye otro indicador de control de la evolución del país utilizado por el FMI.

- En síntesis, para asegurarse de que un país (latinoamericano) va a cumplir con el programa del FMI y en consecuencia, podrá supuestamente resolver su problema de desequilibrio externo, el FMI controla los siguientes cuatro indicadores: el nivel de reservas internacionales, la inflación interna, el volumen de expansión de crédito interno y el déficit fiscal.

Veamos a continuación otro marco conceptual. Utilizando la síntesis de los enfoques de la cuenta corriente, e introduciendo una causalidad específica a la relación básica contable de las cuentas nacionales: $Y - Z = X - M$, es posible plantear lo siguiente: si un país gasta más de lo que produce, o sea, "vive de prestado", se genera un déficit en la balanza comercial; luego, sería el desequilibrio interno lo que generaría el desequilibrio externo. Si además se supone que el sector privado tiene un comportamiento equilibrado (es decir, gasta de acuerdo a su nivel de ingresos), entonces se concluye que el desequilibrio interno está concentrado en el sector público. En síntesis, el déficit fiscal sería la causa central del desequilibrio externo.

Por otro lado, para financiar el déficit fiscal se recurre en América Latina fundamentalmente a la emisión, lo cual causa inflación y en consecuencia, desequilibrio interno. Esta inflación interna produce una sobrevaluación de la moneda del país respectivo y en consecuencia una pérdida de competitividad internacional, lo cual agrava el desequilibrio externo y lo transforma en un desequilibrio fundamental (o permanente). Dentro de este marco conceptual, el programa del FMI tiene dos objetivos básicos: lograr la disciplina fiscal y establecer el nivel real de equilibrio del tipo de cambio. Si bien el papel del FMI consiste en ayudar a los países a resolver el desequilibrio externo, según la perspectiva del Fondo el desequilibrio externo se origina en el desequilibrio interno, por lo que se explicaría la motivación del FMI para intervenir en el manejo de la economía interna de un país.

El programa de política económica que aplica el FMI en este caso es el siguiente:

a) Reducción del déficit fiscal. Por lo general, esto implica una reducción del gasto público, lo cual lleva a ajustar la absorción interna al nivel de ingreso interno.

b) Aumento de la competitividad internacional de la economía del país. Para este efecto se requiere:

- i) devaluar la moneda del país; ii) controlar la infla-

ción interna para asegurar que la devaluación sea exitosa. Para lograr esto último se recurre a la contracción monetaria, con miras a eliminar las presiones inflacionarias por exceso de demanda, y se utiliza también el control salarial, para evitar las presiones por inflación de costos.

Según el FMI, para que este programa cumpla sus objetivos y logre resolver los desequilibrios externo e interno, debe aplicarse en su totalidad, por cuanto los distintos componentes del programa son complementarios; es decir, el programa del FMI es supuestamente "un paquete indivisible". En efecto, por una parte el impacto inflacionario de la devaluación se ve compensado por el impacto deflacionario de la reducción del déficit fiscal y de la contracción monetaria; de esta manera se asegura el éxito de la devaluación, logrando que la devaluación nominal pase a ser real. Por otra parte, el impacto contractivo de la reducción del déficit fiscal y de la disminución de la cantidad de dinero se ve compensado por el impacto expansivo de la devaluación que incentiva el incremento de la producción de bienes transables (exportables y que pueden competir con importaciones).

2. Críticas al programa del FMI

a) Cuestionamiento teórico

En este plano hay tres objeciones:

i) El diagnóstico del FMI para evaluar una situación de desequilibrio externo es siempre el mismo: en la economía del país existe un exceso de gasto interno generado por el déficit fiscal que produce el desequilibrio. Sin embargo, en una economía en la cual hay desocupación y capacidad ociosa, ¿cómo puede haber un exceso de demanda agregada? Por otra parte, en el caso de haber un déficit fiscal, resulta necesario determinar qué parte de éste se debe a la situación recesiva que está viviendo la economía y qué parte es consecuencia de factores estructurales. Por ello resulta cuestionable que ante cualquier desequilibrio de balanza de pagos, el FMI aplique siempre básicamente el mismo programa económico, independientemente de la causa del problema.

ii) Hay un cuestionamiento teórico respecto del impacto de corto plazo de las medidas específicas sugeridas por el FMI. En efecto, se ha planteado por una parte que una devaluación puede tener efectos contractivos y no expansivos, y empeorar el déficit

de balanza de pagos; por otra, se dice que una contracción monetaria, al incrementar el costo del crédito, produce un aumento en los costos financieros de los sectores productivos, lo cual genera mayores presiones inflacionarias. Este tipo de críticas cuestiona la efectividad del programa económico del FMI y sugiere que éste tendería a agravar los desequilibrios externo e interno.

iii) Se ha cuestionado la asimetría existente con respecto a la reducción de una situación de desequilibrio externo. Si hay países que tienen un déficit en la cuenta corriente, tiene que haber países que poseen un superávit en dicha cuenta. Luego, ¿por qué el ajuste ante el desequilibrio existente en la cuenta corriente tiene que ser realizado exclusivamente por los países que tienen déficit? ¿Por qué los países que presentan superávit no participan en los costos de ajuste del desequilibrio? Esta ha sido una antigua crítica en las publicaciones especializadas latinoamericanas. Hoy día es posible observar que al tener Estados Unidos problemas de déficit en su cuenta corriente, ha presionado a países superavitarios (como Japón) para que contribuyan a resolver el problema del desequilibrio externo. En otras palabras, si los países que poseen superávit en su cuenta corriente dieran más acceso a las exportaciones latinoamericanas, las economías de América Latina podrían resolver su desequilibrio externo sin incurrir en elevados costos de ajustes. Por otra parte, mientras más asimétrico es el proceso de ajuste, mayor será la reducción de importaciones y mayor el costo del ajuste que deberán efectuar los países con déficit de balanza de pagos (Massad, 1985).

b) *El problema del corto y largo plazo*

El horizonte de tiempo que fija el FMI para lograr el ajuste del desequilibrio externo fluctúa entre 12 y 24 meses; por lo general, la economía del país prácticamente tiene que efectuar gran parte del ajuste en el período de un año. Si los desequilibrios existentes son a veces de magnitudes considerables, ¿por qué es necesario realizar el ajuste de la economía en un período tan corto? No es obvio que la duración del período de ajuste tenga que coincidir con el período de duración del programa del FMI.

Aún más, el FMI tiene un sistema de observación (*monitoring*) de la economía en períodos trimestrales. Esto implica que el país tiene que cumplir metas trimestrales con respecto al nivel de los indicadores claves del programa del FMI (reservas internacio-

nales, crédito interno, etc.). Si no lo hace, no recibe los desembolsos financieros trimestrales de los préstamos del FMI y de la banca internacional que le permiten cubrir el déficit del sector externo. Luego, la preocupación central de los ministros de hacienda y economía pasa a ser cumplir con las metas trimestrales del FMI, y su gestión se considera exitosa sólo si cumple con dichas metas. En síntesis, toda la economía empieza a funcionar por períodos trimestrales.

c) *El impacto distributivo del costo del ajuste*

El costo interno del ajuste del programa del FMI tiene, en general, consecuencias regresivas desde el punto de vista redistributivo; es decir, la mayor parte del ajuste es absorbido por los grupos de menor ingreso relativo. En efecto, la devaluación ligada a un control salarial significa una caída del salario real de los trabajadores. La reducción del gasto público produce un aumento de la desocupación al reducirse la inversión pública; además la eliminación de subsidios a bienes de primera necesidad (alimentos, movilización colectiva, etc.) y la contracción del gasto social (salud, vivienda, etc.) implican una disminución en la función de bienestar de los grupos de más bajos ingresos.

d) *Intervención del FMI en problemas internos*

Las prioridades económicas del FMI no tienen por qué coincidir con las de la economía del país. Sin embargo, el FMI les impone sus propias prioridades, que básicamente consisten en eliminar el déficit de balanza de pagos y reducir la inflación. Por otra parte, el programa del FMI tiende a reducir el grado de intervención del Estado en la economía del país: en efecto, una parte importante del ajuste interno está orientado a ser absorbido por el sector público. Esto se observa en los límites que se le imponen al endeudamiento interno del sector público, para permitirle así al sector privado utilizar el reducido crédito interno disponible.

Por ejemplo, si Chile o Brasil tienen que elaborar un programa de austeridad interna, ¿por qué interviene el FMI en tal elaboración? El precio del pan, el de la leche y en general, toda la política agrícola "son cuestiones internas y de exclusiva atinencia interna del país" (...) "¿por qué la eliminación del subsidio al trigo va a resolver el problema del desequilibrio externo de Brasil? ¿dónde está el análisis macroeconómico que prueba esto?" (Díaz-Ale-

jandro, 1983). Además, ¿por qué la reducción de los salarios reales de los profesores de las escuelas públicas ayuda a aumentar la competitividad internacional del país?

Por otra parte, para asegurar que no se van a sobrepasar las metas de expansión del crédito interno, el FMI establece controles específicos para el crédito destinado al sector público; al señalar cómo asignar el crédito interno, el FMI está claramente interviniendo en un área que está fuera de su competencia, e introduciendo un elemento ideológico en su programa, pues está tratando de "eliminar la presencia del sector público del mercado interno del crédito" (Bacha, 1983).

e) *Consistencia del programa del FMI*

La predicción de ciertos objetivos económicos, que el FMI utiliza en la elaboración de su programa, ha sido cuestionada por su falta de realismo. A este respecto, lo sucedido en Brasil en 1983 es un buen ejemplo. La proyección de una tasa de inflación de 87% para 1983 fue la base para la expansión monetaria de 50%; como se sabe, la inflación de 1983 alcanzó a 211%. Este nivel de inflación duplicó al del año anterior, antes de que se aplicara el programa económico del FMI. Por otra parte, en el año 1983, Brasil cumplió holgadamente el objetivo externo fijado por el FMI, pero simultáneamente se generaron serios desequilibrios internos. Se plantea entonces la siguiente duda: ¿cuál era la coherencia que tenía el programa del FMI para ese año, puesto que fue posible cumplir con el objetivo externo, con notable desmedro del objetivo interno?

f) *Sesgo recesivo del programa del FMI*

Existe consenso en torno a la necesidad de modificar el carácter excesivamente severo y recesivo (de *over-kill*) que tiene el programa del Fondo. Algunos elementos que contribuyen al sesgo recesivo del programa son: i) la dificultad de controlar totalmente los instrumentos económicos mediante los cuales el programa se lleva a la práctica (la oferta monetaria, por ejemplo, es en gran medida endógena), lo que induce a la aplicación de políticas aún más restrictivas, ante la posibilidad de poner en peligro el financiamiento en caso de no cumplirse las metas trimestrales establecidas por el FMI; y ii) la fijación de las metas en valores absolutos, e incluso por períodos trimestrales (lo que implica otorgar a la ciencia económica un grado de precisión y control de

los fenómenos económicos que está lejos de poseer), en vez de fijar rangos plausibles para el cumplimiento de los distintos objetivos, y reducir así la presión sobre la economía.

3. *El papel del FMI*

A pesar de las severas críticas que se han hecho al papel del FMI, debiera haber conciencia de que el Fondo no es el causante de los problemas económicos existentes; los desequilibrios de las economías latinoamericanas existían antes de su intervención. De hecho, los países latinoamericanos sólo acuden al FMI en última instancia, cuando aparentemente ya no tienen nada más que hacer. El ajuste, ante un desequilibrio externo, implica necesariamente incurrir en costos, con o sin el FMI.

Cuando un país enfrenta un desequilibrio externo, tiene aparentemente dos opciones distintas: ajuste y financiamiento. Sin embargo, estas dos alternativas están interrelacionadas. Si bien la opción del financiamiento implica postergar para el futuro el ajuste, los acreedores que proporcionan los recursos para financiar el desequilibrio externo sólo lo harán si observan que el país en cuestión adopta ciertas medidas que sugieren que dicho ajuste futuro efectivamente se realizará. En este sentido, el FMI presta sus recursos por un período fijo, pero sujeto a que el país acepte la condicionalidad del FMI, que se orienta a la eliminación del desequilibrio externo existente.

El FMI desempeña distintos papeles. Por una parte, es una institución que fue creada para prestar recursos financieros a países con problemas de liquidez externa. Por otra, puede ser considerado como un "club" de crédito, que aplica ciertas reglas para salvaguardar el bienestar global de todos sus miembros; es decir, el FMI tiene que conciliar los intereses específicos nacionales durante el período de ajuste con los intereses generales del resto de los miembros del club (especialmente de los países acreedores, que aportan el grueso de los recursos financieros del FMI). Algunas de estas reglas son la libre convertibilidad de las monedas, el libre acceso al mercado cambiario y la apertura ante las importaciones. En tercer lugar, puede pensarse que el FMI actúa como catalizador del financiamiento proveniente de otras fuentes. En este sentido, el FMI y su programa económico constituyen los prerrequisitos que exigen la banca privada internacional y los gobiernos para la

concesión de créditos a un país con dificultades de balanza de pagos. Por último, en los años ochenta, el FMI ha actuado como el mediador entre los bancos acreedores y los países deudores. Luego, en vez de limitarse al problema de desequilibrios de flujos de la balanza de pagos de un país, el FMI aborda actualmente el problema del stock total de la deuda externa y el proceso de ajuste de un país para poder cumplir con su servicio. Esto implicaría que el FMI se ha transformado para los acreedores en una especie de inspector de largo plazo, que verifica que los países deudores estén aplicando una línea de política económica que les permita cumplir con el compromiso de la deuda externa (Bacha, 1985). En este sentido, el papel del FMI en el manejo de la deuda externa ha sido vital para evitar una catástrofe en el mercado internacional de capitales. Sin embargo, los costos de evitarla han sido asumidos fundamentalmente por los países deudores (Massad, 1985). Si es de interés de todos los países impedir la quiebra del sistema financiero internacional, ¿por qué el costo de evitarla tiene que ser absorbido solamente por los países deudores?

4. Algunas sugerencias al programa de ajuste del FMI

En el programa económico del FMI hay una especie de identificación entre ajuste y recesión. En algunos casos, la magnitud del ajuste alcanza niveles considerables. Si la tasa de crecimiento anual de América Latina en el trienio 1981-1983 hubiera sido siquiera la mitad de la registrada (como promedio anual) durante el decenio de 1970, el PGB de América Latina habría sido 150 mil millones de dólares más de lo que efectivamente fue; esta magnitud representa casi un 50% del monto de todo el stock de la deuda externa latinoamericana (Massad y Zahler, 1984). El ajuste no ha estado determinado tanto por las causas o factores que han generado el desequilibrio externo, sino que por el monto de recursos financieros disponibles; en otras palabras, la escasez de financiamiento ha implicado que el proceso de ajuste haya sido muy costoso. Sin embargo, por otra parte se observa que la salida de capitales de América Latina durante el período 1980-1983 alcanzó la cifra de cien mil millones de dólares (Massad y Zahler, 1984).

El programa económico del FMI tiene una visión de muy corto plazo; para reducir el desequilibrio externo, se recurre a políticas macroeconómicas que

fundamentalmente bajan la demanda agregada a un nivel compatible con el del financiamiento existente. Luego, en este enfoque de corto plazo, no se toma en cuenta lo que sucede con la oferta agregada.²⁸ Un país que tiene un déficit de balanza de pagos tiene que transferir recursos a los países acreedores; para poder hacerlo, debe orientar e incrementar su capacidad productiva para generar los recursos productivos necesarios. Para ello es vital aumentar la inversión y el uso de la capacidad instalada, lo que se contradice con políticas macroeconómicas exclusivamente contractivas. También se requiere que los países acreedores estén dispuestos a recibir los bienes exportados por los países deficitarios en vez de ponerles restricciones.

El proceso de ajuste ante un desequilibrio externo de balanza de pagos no puede estar guiado exclusivamente por consideraciones de corto plazo; es necesario incorporar consideraciones de mediano y largo plazo. En efecto, un ajuste de "shock" de corto plazo puede generar en el largo plazo una situación peor de balanza de pagos que un ajuste gradual. Con esto no pretende afirmarse que un ajuste gradual sea siempre superior (en el largo plazo) a un ajuste de "shock"; la cuestión de fondo es la necesidad de evaluar distintas alternativas, y la falta de una metodología adecuada para hacerlo. Los diversos enfoques macroeconómicos se han limitado a comparar dos situaciones en equilibrio, pero muy poco se sabe con respecto a la comparación y análisis de las distintas trayectorias de ajuste que conectan ambas situaciones de equilibrio.

Un corolario de lo anterior puede ser que algunos elementos de la política económica deberían orientarse a minimizar los costos del ajuste; desde el punto de vista interno del país, también sería pertinente una distribución equitativa de dichos costos. Esto podría llevarse a la práctica a través de la fijación de límites máximos al costo interno: es decir, no podrían sobrepasarse determinados niveles de desocupación, de caídas del producto y de salarios reales, para reducir el desequilibrio externo. Lo que se sugiere es una política gradualista que alargue el plazo para lograr el ajuste externo, de manera de no incurrir en costos internos excesivos.

En otras palabras, de manera análoga a como el programa del FMI fija indicadores cuantitativos con respecto al déficit fiscal, nivel de reservas internacio-

²⁸Sobre este tema, ver Killick (1984).

nales, etc., habría que poner un tope máximo al nivel de desocupación, al descenso del PGB y a la caída de los salarios reales.

En cuanto a la distribución equitativa del costo del ajuste, habría que examinar el tipo de mecanismos necesarios para lograr que el costo de la economía sea absorbido por todos los agentes económicos. Si todos los agentes económicos del país

van a beneficiarse con el restablecimiento del equilibrio macroeconómico, ¿por qué sólo una parte de la población debe cargar con el costo del ajuste? De esto se desprende que, a través de algún mecanismo, probablemente tributario, los agentes económicos que mantienen su empleo y su nivel de ingreso real deberían compensar a los desocupados y a los que sufren una caída de dicho ingreso.

VI

Algunas consideraciones finales

Los distintos enfoques teóricos sobre ajuste externo pueden proporcionar respuestas muy divergentes en cuanto a la evaluación de una situación concreta. En efecto, mientras un enfoque puede sugerir que hay un estado crítico en el sector externo, otro enfoque puede plantear que no hay motivo alguno de preocupación. A este respecto es ilustrativa la discusión producida en Chile en el segundo semestre de 1981: algunos economistas creían que había una situación muy delicada de desequilibrio externo, por cuanto el déficit de la cuenta corriente había alcanzado una magnitud considerable; en consecuencia, era urgente devaluar. Otros creían que la situación del sector externo era holgada y favorable, por cuanto había superávit en la balanza de pagos, y en consecuencia era necesario revaluar. Por último, había quienes sostenían que no había que tocar el tipo de cambio, por cuanto éste era el ancla nominal de la economía chilena, y era el mecanismo central que guiaba las expectativas y frenaba la inflación.

En síntesis, cada enfoque puede proporcionar una diferente percepción sobre la existencia o inexistencia de un problema de balanza de pagos, y en consecuencia, plantear distintas sugerencias de política económica (en el ejemplo reciente, de política cambiaria).

No obstante lo anterior, los distintos enfoques son en cierta medida complementarios. Cada uno considera distintos aspectos de un mismo fenómeno, y examina sus efectos a distintos plazos. Por una parte, los enfoques keynesianos de la cuenta corriente analizan el problema del desequilibrio externo (de flujos) en el corto y mediano plazo (entre 3 meses y 2 años); los enfoques de la cuenta de capitales, por su parte, se interesan en las variaciones

cambiarías en el muy corto plazo (entre una semana y un mes), mientras que el enfoque monetarista de la balanza de pagos analiza el largo plazo, cuando se llega a lograr un ajuste completo de todos los stocks de activos.

Ha habido distinto tipo de intentos de obtener la síntesis entre estos enfoques. Sin embargo, por razones de simplicidad, entre otras, parece más conveniente mantenerlos por separado; en determinados momentos de la evolución de la economía, uno de estos enfoques parciales puede proporcionar una visión bastante completa de lo que está sucediendo. Obviamente, un enfoque puede ser el más adecuado en un año t_1 y el más inadecuado en un año t_2 ; por ello que resulta crucial tener presentes los supuestos básicos que determinan el *modus operandi* de cada enfoque.

El sector externo presenta diferentes dilemas a la economía de un país. En particular, las economías latinoamericanas están expuestas a distintos tipos de perturbaciones exógenas; el interrogante que surge es: ¿cuáles son las políticas económicas más adecuadas para neutralizar los distintos tipos de *shocks*? Desde un punto de vista más global, las preguntas serían: ¿cuál es la estructura o institucionalidad que debiera tener la economía de un país para poder tener una política autónoma, mínimamente afectada por las perturbaciones externas? ¿Es esto último posible en un mundo en el que se observa una creciente interdependencia e integración en los distintos mercados? La eficiencia relativa de distintos instrumentos para neutralizar un determinado trastorno depende del tipo de estructura e institucionalidad económica. Las economías latinoamericanas suelen estar aquejadas por problemas

de desequilibrio interno (inflación, desempleo); luego, los efectos de *shocks* externos (adversos) se superponen a esa situación anterior. Es muy posible que en tales circunstancias no se puedan usar los instrumentos que podrían neutralizar el shock externo, pues podrían a su vez agravar aún más el desequilibrio interno. Así surge para un país el antiguo conflicto entre tratar de tener una política interna autónoma y seguir siendo un miembro activo del "club" económico internacional.

Uno de los aspectos de mayor interés para los países latinoamericanos ha sido prácticamente omitido en los enfoques teóricos de ajuste externo: se trata del problema de cuál sería la óptima entre las distintas trayectorias de ajuste. El criterio básico debiera ser la minimización del costo del ajuste, sujeto a la obtención de una determinada reducción del nivel de desequilibrio externo. ¿Qué tipo de trayectoria produce un determinado programa económico? ¿Cómo comparar distintas trayectorias de ajuste? Estos son algunos interrogantes que requieren un análisis dinámico. La velocidad, intensidad y secuencia del ajuste son también dimensiones que hay que considerar. Ya se ha esbozado el tema al hablar de gradualidad y *shock*; desde el punto de vista económico, podría argumentarse que el ajuste gradual sería preferible al *shock* en el caso de un desequilibrio externo, pues de esta forma se minimizaría el trastorno de la actividad económica. Sin embargo, esta lógica económica no necesariamente coincide con la lógica política, la cual puede estar más preocupada de la tendencia con la cual se llega a la situación final que del valor absoluto de ésta.²⁹

Otro de los aspectos de las trayectorias de ajuste está vinculado a la interrelación entre el corto plazo y el largo plazo. Una política contractiva de corto plazo puede tener efectos negativos sobre el crecimiento de la economía en el largo plazo. En efecto, una política monetaria de corto plazo puede contribuir a reducir el desequilibrio externo; sin embargo, el incremento de la tasa de interés (interna) desin-

centiva al mismo tiempo la inversión, y esto afecta al crecimiento futuro de la economía. Es necesario, en consecuencia, examinar la relación existente entre el corto y el largo plazo; de esta forma se podrían evaluar las políticas económicas que se pueden utilizar en el corto plazo para enfrentar un desequilibrio externo y con el menor costo posible, de modo que en el largo plazo la economía retome la misma trayectoria de crecimiento estable.

Un tema candente en América Latina, al que no hacen referencia las publicaciones consultadas, es el del costo del ajuste. ¿Quién lo paga? ¿Cuál es la conexión entre distintas políticas para enfrentar un ajuste externo y su impacto distributivo? ¿Cómo podrían distribuirse los costos del ajuste de una manera más equitativa?

Las publicaciones económicas hoy en boga tienen un sesgo favorable al uso del mercado y del sistema de precios libres como mecanismo regulador de cualquier desequilibrio; la casi totalidad de los modelos utiliza implícitamente este esquema. Sin embargo, las economías latinoamericanas se caracterizan por poseer distintos tipos de mecanismos de control para regular el sector externo. En períodos de desequilibrio externo, los diferentes controles pueden desempeñar un papel importante en la reducción del costo del ajuste en el corto plazo. Sería de interés un análisis sobre este tema, y la comparación con los resultados que se obtienen con un sistema sin tales controles. Por otra parte, las políticas económicas tienen efectos diferentes en contextos en que los controles son diversos; un ejemplo de ello es el efecto de una devaluación que, acompañada de la eliminación de controles, podría reducir el precio de bienes importados. Por último, dada la existencia de los controles, ciertos fenómenos adquieren especial relevancia; algunos ejemplos son el precio del dólar en el mercado "negro", la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, el problema del contrabando de artículos importados y la fuga de capitales. En síntesis, el funcionamiento de una economía con controles y el problema de su ajuste ante un desequilibrio externo no es tomado en cuenta en los enfoques globales de las publicaciones especializadas actuales.

Por último, el pensamiento central en América Latina hoy día, ante el elevado nivel de la deuda externa, cuestiona implícitamente la visión tradicional sobre el problema del ajuste externo. La región plantea la necesidad de crecer para tener la ca-

²⁹Por ejemplo, supongamos que el consumo por habitante está a un nivel de 100 en el año t . La aplicación de un ajuste gradual puede hacer que dicho consumo se mantenga constante durante cuatro años. Por otra parte, un ajuste de *shock* puede implicar una caída de 10% del consumo per cápita en el primer año, y luego un incremento de 3% anual, alcanzándose un nivel de 98.3 al cabo de tres años seguidos. Desde el punto de vista de la lógica política, si hay elecciones en el año $t + 4$, parecería preferible este segundo tipo de ajuste.

pacidad de servir la deuda externa. En otras palabras, "ajuste con crecimiento", por cuanto es más factible y más fácil servir la deuda externa en una economía que se expande que en una que se contrae.

El enfoque tradicional conduce a que el ajuste ante un desequilibrio externo se base—teórica y empíricamente— casi exclusivamente en una contracción de la demanda agregada. Sin embargo, no es en absoluto obvio que una vez que ha habido una caída significativa del nivel de actividad económica del país, se facilitará la acción de un mecanismo de fuerzas que incentive el crecimiento; en otras palabras, la simple caída de la demanda agregada no tiene por qué conducir automáticamente a un mejoramiento del funcionamiento de la economía. Hoy día surge un planteamiento alternativo (y probablemente complementario) que se centra en examinar

cómo estimular la oferta agregada. Dentro de este planteamiento, hay dos enfoques diferentes que probablemente concentrarán la discusión en el futuro próximo, sobre todo si se considera la mayor importancia relativa que adquirirán los préstamos para ajuste estructural (*structural adjustment lending—SAL*) del Banco Mundial. Estos enfoques son: i) Lograr la máxima eficiencia microeconómica a través de la eliminación de distorsiones e imperfecciones, para que prevalezca el libre funcionamiento de las fuerzas del mercado. ii) Identificar sectores claves en la economía de cada país, y canalizar hacia ellos la inversión, a través de incentivos especiales (subsídios tributarios, créditos preferenciales, etc.). La investigación sobre estos temas tan relevantes para las economías latinoamericanas, y países en desarrollo en general, sólo recién comienza.

Referencias bibliográficas

- Bacha, E. (1982): Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos, *Pesquisa e planejamento econômico*, vol. 12, N° 2, agosto, pp. 285 a 310.
- (1983): Prologo para a terceira carta. Forum Gazeta Mercantil (comp.). *FMI x Brasil. A armadilha da recessão*. Sao Paulo, pp. 113 a 128.
- (1985): *The future role of the International Monetary Fund in Latin America: Issues and proposals*. Río de Janeiro: Universidad Católica, junio, mimeo.
- Branson, W. H. (1983): Economic structure and policy for external balance, *IMF staff papers*, vol. 30, N° 1, marzo, pp. 39 a 66.
- Bruce, N y D. D. Purvis (1985): The specification of goods and factor markets in open economy macroeconomic models, R. W. Jones y P. B. Kenen (comp.). *Handbook of international economics*, vol. 2. Amsterdam: North Holland, pp. 807 a 857.
- Buira, A. (1983): La programación financiera y la condicionalidad del FMI. *El trimestre económico*, vol. L(1), N° 197, enero-marzo, pp. 117 a 149.
- Corden, W. M. (1977): *Inflation, exchange rates and the world economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Chacholiades, M. (1978): *International monetary theory and policy*. Nueva York: McGraw Hill.
- Dam, K. W. (1982): *The rules of the game*. Chicago: University of Chicago Press.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1983): Some aspects of the 1982–83 Brazilian payment crisis, *Brookings papers on economic activity*, N° 2, pp. 515 a 552.
- Dornbusch, R. (1980a): *Open economy macroeconomics*. Nueva York: Basic Books.
- (1980b): Exchange rate economics: Where do we stand?, *Brookings papers on economic activity*, N° 1, pp. 143 a 206.
- (1982): Stabilization policies in developing countries: What have we learned?, *World development*, vol. 10, N° 9, septiembre, pp. 701 a 708.
- Frenkel, J. A. y H. G. Johnson (comps.) (1976): *The monetary approach to the balance of payments*. Londres: Allen and Unwin.
- Frenkel, J. A. y M. L. Mussa (1985): Asset markets, exchange rates and the balance of payments. R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 679 a 747.
- Ground, R. L. (1984): Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional. *Revista de la CEPAL*, N° 23, agosto, pp. 47 a 84. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.4.
- Hahn, F. H. (1977): The monetary approach to the balance of payments, *Journal of international economics*, vol. 7, N° 3, agosto, pp. 231 a 249.
- Johnson, H. G. (1961): Towards a general theory of the balance of payments. H. G. Johnson, *International Trade and Economic Growth*. Cambridge: Harvard University Press, pp. 153 a 168. (Existe una traducción al español titulada Hacia una teoría general del balance de pagos en H. G. Johnson, *Comercio internacional y crecimiento económico*. Buenos Aires: Amorrortu Editores, 1971.)
- (1976a): The monetary approach to balance of payments theory, J. A. Frenkel y H. G. Johnson (comps.), *op. cit.*, pp. 147 a 167.
- (1976b): The monetary theory of balance of payments policies, J. A. Frenkel y H. G. Johnson (comps.), *op. cit.*, pp. 262 a 284.
- Jones, R. W. y P. B. Kenen (comps.) (1985): *Handbook of international economics*, vol. 2. Amsterdam: North Holland.
- Kenen, P. B. (1985a): Macroeconomic theory and policy: how the closed economy was opened. R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 226 a 677.

- (1985b): *The International Economy*. Londres: Prentice-Hall.
- Killick, T., (comp.) (1984): *The quest for economic stabilization: the IMF and the Third World*. Nueva York: St. Martin's Press.
- Krueger, A. O. (1983): *Exchange-rate determination*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Marston, R. C. (1985): Stabilization policies in open economies, R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 859 a 916.
- Massad, C. y R. Zahler (1984): The adjustment process, K. Haq y C. Massad (comps.), *Adjustment with growth*, North-South Roundtable. Islamabad, Pakistán, pp. 43 a 80.
- Massad, C. (1985): La deuda: un panorama general, *Revista de la planificación del desarrollo*, N° 16, octubre, pp. 3 a 24. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- McKinnon, R. I. (1981): The exchange rate and macroeconomic policy: changing postwar perceptions, *Journal of economic literature*, vol. 19, N° 2, junio, pp. 531 a 557.
- Niehans, J. (1984): *International monetary economics*. Baltimore, M.D.: Johns Hopkins University Press.
- Williamson, J. (1983a): *The open economy and the world economy*. Nueva York: Basic Books.
- (comp.) (1983b): *IMF conditionality*. Cambridge: MIT Press.

Lista de Publicaciones de la CEPAL

PUBLICACIONES PERIODICAS

Revista de la CEPAL

La Revista se inició en 1976 como parte del Programa de Publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, con el propósito de contribuir al examen de los problemas del desarrollo socioeconómico de la región. Las opiniones expresadas en los artículos firmados, incluidas las colaboraciones de los funcionarios de la Secretaría, son las de los autores y, por lo tanto, no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Organización.

La Revista de la CEPAL se publica en español e inglés tres veces por año.

Los precios de suscripción anual vigentes para 1988 son de US\$ 16 para la versión en español y de US\$ 18 para la versión en inglés. El precio por ejemplar suelto es de US\$ 6 para ambas versiones.

Estudio Económico de América Latina y el Caribe

1980, 664 pp.
1981, 863 pp.
1982, vol. I 693 pp.
1982, vol. II 199 pp.
1983, vol. I 694 pp.
1983, vol. II 179 pp.
1984, vol. I 702 pp.
1984, vol. II 233 pp.
1985, 672 pp.

Economic Survey of Latin America and the Caribbean

1980, 629 pp.
1981, 837 pp.
1982, vol. I 658 pp.
1982, vol. II 186 pp.
1983, vol. I 686 pp.
1983, vol. II 166 pp.
1984, vol. I 685 pp.
1984, vol. II 216 pp.
1985, (en prensa)

(También hay ejemplares de años anteriores)

Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe/ Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean (bilingüe)

1980, 617 pp.
1981, 727 pp.
1983, (correspondiente a 1982/1983) 749 pp.
1984, 761 pp.
1985, 792 pp.
1986, 782 pp.

(También hay ejemplares de años anteriores)

Libros de la CEPAL

- 1 *Manual de proyectos de desarrollo económico*, 1958, 5ª ed. 1980, 264 pp.
- 1 *Manual on economic development projects*, 1958, 2nd. ed. 1972, 242 pp.
- 2 *América Latina en el umbral de los años ochenta*, 1979, 2ª ed. 1980, 203 pp.
- 3 *Agua, desarrollo y medio ambiente en América Latina*, 1980, 443 pp.
- 4 *Los bancos transnacionales y el financiamiento externo de América Latina. La experiencia del Perú. 1965-1976*, por Robert Devlin, 1980, 265 pp.
- 4 *Transnational banks and the external finance of Latin America: the experience of Peru*, 1985, 342 pp.
- 5 *La dimensión ambiental en los estilos de desarrollo de América Latina*, por Osvaldo Sunkel, 1981, 2ª ed. 1984, 136 pp.
- 6 *Women and development: guidelines for programme and project planning*, 1982, 3rd. ed. 1984, 123 pp.
- 6 *La mujer y el desarrollo: guía para la planificación de programas y proyectos*, 1984, 115 pp.
- 7 *África y América Latina: perspectivas de la cooperación interregional*, 1983, 286 pp.
- 8 *Sobrevivencia campesina en ecosistemas de altura*, vols. I y II, 1983, 720 pp.
- 9 *La mujer en el sector popular urbano. América Latina y el Caribe*, 1984, 349 pp.
- 10 *Avances en la interpretación ambiental del desarrollo agrícola de América Latina*, 1985, 236 pp.
- 11 *El decenio de la mujer en el escenario latinoamericano*, 1985, 216 pp.
- 12 *América Latina: sistema monetario internacional y financiamiento externo*, 1986, 416 pp.
- 12 *Latin America: international monetary system and external financing*, 1986, 405 pp.
- 13 *Raúl Prebisch: Un aporte al estudio de su pensamiento*, 1987, 146 pp.

SERIES MONOGRAFICAS

Cuadernos de la CEPAL

- 1 *América Latina: el nuevo escenario regional y mundial/Latin America: the new regional and world setting*, (bilingüe), 1975, 2ª ed. 1985, 103 pp.
- 2 *Las evoluciones regionales de la estrategia internacional del desarrollo*, 1975, 2ª ed. 1984, 73 pp.
- 2 *Regional appraisals of the international development strategy*, 1975, 2nd. ed. 1985, 82 pp.
- 3 *Desarrollo humano, cambio social y crecimiento en América Latina*, 1975, 2ª ed. 1984, 103 pp.
- 4 *Relaciones comerciales, crisis monetaria e integración económica en América Latina*, 1975, 85 pp.
- 5 *Síntesis de la segunda evaluación regional de la estrategia internacional del desarrollo*, 1975, 72 pp.
- 6 *Dinero de valor constante. Concepto, problemas y experiencias*, por Jorge Rose, 1975, 2ª ed. 1984, 43 pp.
- 7 *La coyuntura internacional y el sector externo*, 1975, 2ª ed. 1983, 106 pp.

- 8 *La industrialización latinoamericana en los años setenta*, 1975, 2^o ed. 1984, 116 pp.
- 9 *Dos estudios sobre inflación 1972-1974. La inflación en los países centrales. América Latina y la inflación importada*, 1975, 2^o ed. 1984, 57 pp.
- s/n *Canada and the foreign firm*, D. Pollock, 1976, 43 pp.
- 10 *Reactivación del mercado común centroamericano*, 1976, 2^o ed. 1984, 149 pp.
- 11 *Integración y cooperación entre países en desarrollo en el ámbito agrícola*, por Germánico Salgado, 1976, 2^o ed. 1985, 52 pp.
- 12 *Temas del nuevo orden económico internacional*, 1976, 2^o ed. 1984, 85 pp.
- 13 *En torno a las ideas de la CEPAL: desarrollo, industrialización y comercio exterior*, 1977, 2^o ed. 1985, 57 pp.
- 14 *En torno a las ideas de la CEPAL: problemas de la industrialización en América Latina*, 1977, 2^o ed. 1984, 46 pp.
- 15 *Los recursos hidráulicos de América Latina. Informe regional*, 1977, 2^o ed. 1984, 75 pp.
- 15 *The water resources of Latin America. Regional report*, 1977, 2nd. ed. 1985, 79 pp.
- 16 *Desarrollo y cambio social en América Latina*, 1977, 2^o ed. 1984, 59 pp.
- 17 *Estrategia internacional de desarrollo y establecimiento de un nuevo orden económico internacional*, 1977, 3^o ed. 1984, 61 pp.
- 17 *International development strategy and establishment of a new international economic order*, 1977, 3rd. ed. 1985, 59 pp.
- 18 *Raíces históricas de las estructuras distributivas de América Latina*, por A. di Filippo, 1977, 2^o ed. 1983, 64 pp.
- 19 *Dos estudios sobre endeudamiento externo*, por C. Massad y R. Zahler, 1977, 2^o ed. 1986, 66 pp.
- s/n *United States — Latin American trade and financial relations: some policy recommendations*, S. Weintraub, 1977, 44 pp.
- 20 *Tendencias y proyecciones a largo plazo del desarrollo económico de América Latina*, 1978, 3^o ed. 1985, 134 pp.
- 21 *25 años en la agricultura de América Latina: rasgos principales 1950-1975*, 1978, 2^o ed. 1983, 124 pp.
- 22 *Notas sobre la familia como unidad socioeconómica*, por Carlos A. Borsotti, 1978, 2^o ed. 1984, 60 pp.
- 23 *La organización de la información para la evaluación del desarrollo*, por Juan Sourrouille, 1978, 2^o ed. 1984, 61 pp.
- 24 *Contabilidad nacional a precios constantes en América Latina*, 1978, 2^o ed. 1983, 60 pp.
- s/n *Energy in Latin America: The Historical Record*, J. Mullen, 1978, 66 pp.
- 25 *Ecuador: desafíos y logros de la política económica en la fase de expansión petrolera*, 1979, 2^o ed. 1984, 153 pp.
- 26 *Las transformaciones rurales en América Latina: ¿desarrollo social o marginación?*, 1979, 2^o ed. 1984, 160 pp.
- 27 *La dimensión de la pobreza en América Latina*, por Oscar Altimir, 1979, 2^o ed. 1983, 89 pp.
- 28 *Organización institucional para el control y manejo de la deuda externa. El caso chileno*, por Rodolfo Hoffman, 1979, 35 pp.
- 29 *La política monetaria y el ajuste de la balanza de pagos: tres estudios*, 1979, 2^o ed. 1984, 61 pp.
- 29 *Monetary policy and balance of payments adjustment: three studies*, 1979, 60 pp.
- 30 *América Latina: las evaluaciones regionales de la estrategia internacional del desarrollo en los años setenta*, 1979, 2^o ed. 1982, 237 pp.
- 31 *Educación, imágenes y estilos de desarrollo*, por G. Rama, 1979, 2^o ed. 1982, 72 pp.
- 32 *Movimientos internacionales de capitales*, por R. H. Arriazu, 1979, 2^o ed. 1984, 90 pp.
- 33 *Informe sobre las inversiones directas extranjeras en América Latina*, por A. E. Calcagno, 1980, 2^o ed. 1982, 114 pp.
- 34 *Las fluctuaciones de la industria manufacturera argentina, 1950-1978*, por D. Heymann, 1980, 2^o ed. 1984, 234 pp.
- 35 *Perspectivas de reajuste industrial: la Comunidad Económica Europea y los países en desarrollo*, por B. Evers, G. de Groot y W. Wagenmans, 1980, 2^o ed. 1984, 69 pp.
- 36 *Un análisis sobre la posibilidad de evaluar la solvencia crediticia de los países en desarrollo*, por A. Saieh, 1980, 2^o ed. 1984, 82 pp.
- s/n *The economic relations of Latin America with Europe*, 1980, 2nd. ed. 1983, 156 pp.
- 37 *Hacia los censos latinoamericanos de los años ochenta*, 1981, 146 pp.
- 38 *Desarrollo regional argentino: la agricultura*, por J. Martín, 1981, 2^o ed. 1984, 111 pp.
- 39 *Estratificación y movilidad ocupacional en América Latina*, por C. Filgueira y C. Geneletti, 1981, 2^o ed. 1985, 162 pp.
- 40 *Programa de acción regional para América Latina en los años ochenta*, 1981, 2^o ed. 1984, 62 pp.
- 40 *Regional programme of action for Latin America in the 1980s*, 1981, 2nd. ed. 1984, 57 pp.
- 41 *El desarrollo de América Latina y sus repercusiones en la educación. Alfabetismo y escolaridad básica*, 1982, 246 pp.
- 42 *América Latina y la economía mundial del café*, 1982, 95 pp.
- 43 *El ciclo ganadero y la economía argentina*, 1983, 160 pp.
- 44 *Las encuestas de hogares en América Latina*, 1983, 122 pp.
- 45 *Las cuentas nacionales en América Latina y el Caribe*, 1983, 100 pp.
- 45 *National accounts in Latin America and the Caribbean*, 1983, 97 pp.
- 46 *Demanda de equipos para generación, transmisión y transformación eléctrica en América Latina*, 1983, 193 pp.
- 47 *La economía de América Latina en 1982: evolución general, política cambiaria y renegociación de la deuda externa*, 1984, 104 pp.
- 48 *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina*, 1984, 102 pp.
- 49 *La economía de América Latina y el Caribe en 1983: evolución general, crisis y procesos de ajuste*, 1985, 95 pp.
- 49 *The economy of Latin America and the Caribbean in 1983: main trends, the impact of the crisis and the adjustment processes*, 1985, 93 pp.
- 50 *La CEPAL, encarnación de una esperanza de América Latina*, por Hernán Santa Cruz, 1985, 77 pp.
- 51 *Hacia nuevas modalidades de cooperación económica entre América Latina y el Japón*, 1986, 233 pp.
- 51 *Towards new forms of economic co-operation between Latin America and Japan*, 1987, 245 pp.
- 52 *Los conceptos básicos del transporte marítimo y la situación de la actividad en América Latina*, 1986, 112 pp.
- 52 *Basic concepts of maritime transport and its present status in Latin America and the Caribbean*, 1987, 114 pp.
- 53 *Encuestas de ingresos y gastos. Conceptos y métodos en la experiencia latinoamericana*, 1986, 128 pp.
- 54 *Crisis económica y políticas de ajuste, estabilización y crecimiento*, 1986, 123 pp.
- 54 *The economic crisis: Policies for adjustment, stabilization and growth*, 1986, 125 pp.
- 55 *El desarrollo de América Latina y el Caribe: escollos, requisitos y opciones*, 1987, 184 pp.
- 55 *Latin American and Caribbean development: obstacles, requirements and options*, 1987, 184 pp.
- 56 *Los bancos transnacionales y el endeudamiento externo en la Argentina*, 1987, 112 pp.

Cuadernos Estadísticos de la C E P A L

- 1 *América Latina: relación de precios del intercambio*, 1976, 2^o ed., 1984, 66 pp.
- 2 *Indicadores del desarrollo económico y social en América Latina*, 1976, 2^o ed. 1984, 179 pp.
- 3 *Serie históricas del crecimiento de América Latina*, 1978, 2^o ed. 1984, 206 pp.

- 4 *Estadísticas sobre la estructura del gasto de consumo de los hogares según finalidad del gasto, por grupos de ingreso*, 1978, 110 pp. (Agotado, reemplazado por N° 8)
- 5 *El balance de pagos de América Latina, 1950-1977*, 1979, 2° ed. 1984, 164 pp.
- 6 *Distribución regional del producto interno bruto sectorial en los países de América Latina*, 1981, 2° ed. 1985, 68 pp.
- 7 *Tablas de insumo-producto en América Latina*, 1983, 383 pp.
- 8 *Estructura del gasto de consumo de los hogares según finalidad del gasto, por grupos de ingreso*, 1984, 146 pp.
- 9 *Origen y destino del comercio exterior de los países de la Asociación Latinoamericana de Integración y del Mercado Común Centroamericano*, 1985, 546 pp.
- 10 *América Latina: balance de pagos 1950-1984*, 1986, 357 pp.
- 11 *El comercio exterior de bienes de capital en América Latina*, 1986, 288 pp.
- 12 *América Latina: Índices del comercio exterior, 1970-1984*, 1987, 355 pp.

Estudios e Informes de la C E P A L

- 1 *Nicaragua: el impacto de la mutación política*, 1981, 2° ed. 1982, 126 pp.
- 2 *Perú 1968-1977: la política económica en un proceso de cambio global*, 1981, 2° ed. 1982, 166 pp.
- 3 *La industrialización de América Latina y la cooperación internacional*, 1981, 170 pp. (Agotado, no será reimpreso.)
- 4 *Estilos de desarrollo, modernización y medio ambiente en la agricultura latinoamericana*, 1981, 4° ed. 1984, 130 pp.
- 5 *El desarrollo de América Latina en los años ochenta*, 1981, 2° ed. 1982, 153 pp.
- 5 *Latin American development in the 1980s*, 1981, 2nd. ed. 1982, 134 pp.
- 6 *Proyecciones del desarrollo latinoamericano en los años ochenta*, 1981, 3° ed. 1985, 96 pp.
- 6 *Latin American development projections for the 1980s*, 1982, 2nd. ed. 1983, 89 pp.
- 7 *Las relaciones económicas externas de América Latina en los años ochenta*, 1981, 2° ed. 1982, 180 pp.
- 8 *Integración y cooperación regionales en los años ochenta*, 1982, 2° ed. 1982, 174 pp.
- 9 *Estrategias de desarrollo sectorial para los años ochenta: industria y agricultura*, 1981, 2° ed. 1985, 100 pp.
- 10 *Dinámica del subempleo en América Latina. PREALC*, 1981, 2° ed. 1985, 101 pp.
- 11 *Estilos de desarrollo de la industria manufacturera y medio ambiente en América Latina*, 1982, 2° ed. 1984, 178 pp.
- 12 *Relaciones económicas de América Latina con los países miembros del "Consejo de Asistencia Mutua Económica"*, 1982, 154 pp.
- 13 *Campesinado y desarrollo agrícola en Bolivia*, 1982, 175 pp.
- 14 *El sector externo: indicadores y análisis de sus fluctuaciones. El caso argentino*, 1982, 2° ed. 1985, 216 pp.
- 15 *Ingeniería y consultoría en Brasil y el Grupo Andino*, 1982, 320 pp.
- 16 *Cinco estudios sobre la situación de la mujer en América Latina*, 1982, 2° ed. 1985, 178 pp.
- 16 *Five studies on the situation of women in Latin America*, 1983, 2nd. ed. 1984, 188 pp.
- 17 *Cuentas nacionales y producto material en América Latina*, 1982, 129 pp.
- 18 *El financiamiento de las exportaciones en América Latina*, 1983, 212 pp.
- 19 *Medición del empleo y de los ingresos rurales*, 1982, 2° ed. 1983, 173 pp.
- 19 *Measurement of employment and income in rural areas*, 1983, 184 pp.
- 20 *Efectos macroeconómicos de cambios en las barreras al comercio y al movimiento de capitales: un modelo de simulación*, 1982, 68 pp.
- 21 *La empresa pública en la economía: la experiencia argentina*, 1982, 2° ed. 1985, 134 pp.
- 22 *Las empresas transnacionales en la economía de Chile, 1974-1980*, 1983, 178 pp.
- 23 *La gestión y la informática en las empresas ferroviarias de América Latina y España*, 1983, 195 pp.
- 24 *Establecimiento de empresas de reparación y mantenimiento de contenedores en América Latina y el Caribe*, 1983, 314 pp.
- 24 *Establishing container repair and maintenance enterprises in Latin America and the Caribbean*, 1983, 236 pp.
- 25 *Agua potable y saneamiento ambiental en América Latina, 1981-1990/Drinking water supply and sanitation in Latin America, 1981-1990* (bilingüe), 1983, 140 pp.
- 26 *Los bancos transnacionales, el estado y el endeudamiento externo en Bolivia*, 1983, 282 pp.
- 27 *Política económica y procesos de desarrollo. La experiencia argentina entre 1976 y 1981*, 1983, 157 pp.
- 28 *Estilos de desarrollo, energía y medio ambiente: un estudio de caso exploratorio*, 1983, 129 pp.
- 29 *Empresas transnacionales en la industria de alimentos. El caso argentino: cereales y carne*, 1983, 93 pp.
- 30 *Industrialización en Centro América, 1960-1980*, 1983, 168 pp.
- 31 *Dos estudios sobre empresas transnacionales en Brasil*, 1983, 141 pp.
- 32 *La crisis económica internacional y su repercusión en América Latina*, 1983, 81 pp.
- 33 *La agricultura campesina en sus relaciones con la industria*, 1984, 120 pp.
- 34 *Cooperación económica entre Brasil y el Grupo Andino: el caso de los minerales y metales no ferrosos*, 1983, 148 pp.
- 35 *La agricultura campesina y el mercado de alimentos: la dependencia externa y sus efectos en una economía abierta*, 1984, 201 pp.
- 36 *El capital extranjero en la economía peruana*, 1984, 178 pp.
- 37 *Dos estudios sobre política arancelaria*, 1984, 96 pp.
- 38 *Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur*, 1984, 193 pp.
- 39 *La agricultura campesina y el mercado de alimentos: el caso de Haití y el de la República Dominicana*, 1984, 255 pp.
- 40 *La industria siderúrgica latinoamericana: tendencias y potencial*, 1984, 280 pp.
- 41 *La presencia de las empresas transnacionales en la economía ecuatoriana*, 1984, 77 pp.
- 42 *Precios, salarios y empleo en la Argentina: estadísticas económicas de corto plazo*, 1984, 378 pp.
- 43 *El desarrollo de la seguridad social en América Latina*, 1985, 348 pp.
- 44 *Market structure, firm size and Brazilian exports*, 1985, 104 pp.
- 45 *La planificación del transporte en países de América Latina*, 1985, 247 pp.
- 46 *La crisis en América Latina: su evaluación y perspectivas*, 1985, 119 pp.
- 47 *La juventud en América Latina y el Caribe*, 1985, 181 pp.
- 48 *Desarrollo de los recursos mineros de América Latina*, 1985, 145 pp.
- 49 *Las relaciones económicas internacionales de América Latina y la cooperación regional*, 1985, 224 pp.
- 50 *América Latina y la economía mundial del algodón*, 1985, 122 pp.
- 51 *Comercio y cooperación entre países de América Latina y países miembros del CAME*, 1985, 90 pp.
- 52 *Trade relations between Brazil and the United States*, 1985, 148 pp.
- 53 *Los recursos hídricos de América Latina y el Caribe y su aprovechamiento*, 1985, 138 pp.
- 53 *The water resources of Latin America and the Caribbean and their utilization*, 1985, 135 pp.
- 54 *La pobreza en América Latina: dimensiones y políticas*, 1985, 155 pp.
- 55 *Políticas de promoción de exportaciones en algunos países de América Latina*, 1985, 297 pp.
- 56 *Las empresas transnacionales en la Argentina*, 1986, 222 pp.

- 57 *El desarrollo frutícola y forestal en Chile y sus derivaciones sociales*, 1986, 227 pp.
- 58 *El cultivo del algodón y la soya en el Paraguay y sus derivaciones sociales*, 1986, 141 pp.
- 59 *Expansión del cultivo de la caña de azúcar y de la ganadería en el noreste del Brasil: un examen del papel de la política pública y de sus derivaciones económicas y sociales*, 1986, 164 pp.
- 60 *Las empresas transnacionales en el desarrollo colombiano*, 1986, 212 pp.
- 61 *Las empresas transnacionales en la economía del Paraguay*, 1987, 115 pp.
- 62 *Problemas de la industria latinoamericana en la fase crítica*, 1986, 103 pp.
- 63 *Relaciones económicas internacionales y cooperación regional de América Latina y el Caribe*, 1987, 272 pp.
- 63 *International economic relations and regional co-operation in Latin America and the Caribbean*, 1987, 267 pp.

- 64 *Tres ensayos sobre inflación y políticas de estabilización*, 1986, 201 pp.
- 65 *La industria farmacéutica y farmoquímica: desarrollo histórico y posibilidades futuras. Argentina, Brasil y México*, 1987, 177 pp.
- 66 *Dos estudios sobre América Latina y el Caribe y la economía internacional*, 1987, 125 pp.

Serie INFOPLAN: Temas Especiales del Desarrollo

- 1 *Resúmenes de documentos sobre deuda externa*, 1986, 324 pp.
- 2 *Resúmenes de documentos sobre cooperación entre países en desarrollo*, 1986, 189 pp.
- 3 *Resúmenes de documentos sobre recursos hídricos*, 1987, 290 pp.
- 4 *Resúmenes de documentos sobre planificación y medio ambiente*, 1987, 111 pp.
- 5 *Resúmenes de documentos sobre integración económica en América Latina y el Caribe*, 1987, 273 pp.

Estas publicaciones pueden obtenerse más rápida y económicamente enviando sus órdenes de compra desde:

Argentina, Brasil, Bolivia, Chile, Ecuador,
Perú, Paraguay y Uruguay a:

Unidad de Distribución
CEPAL
Casilla 179-D
Santiago, Chile

Resto de América, Asia y
Oceanía a:

Sección Ventas, DC-2-866
Naciones Unidas
Nueva York, NY 10017
Estados Unidos de América

Europa y África a:

Sección Ventas
Naciones Unidas
Palais des Nations
1211 Ginebra 10, Suiza

o adquiriéndolos directamente en las librerías siguientes:

Argentina: Riverside Agency SAC. México 3080, 1223 Buenos Aires. **Bolivia:** Gisbert y Cia SA. Comercio 1270, La Paz. **Brasil:** Moster Importadora y Exportadora Ltda. Caixa Postal 07-1129, Brasilia. **Chile:** 1.- Librería Editorial Universitaria. Edif. Naciones Unidas, tf: 485051, anexo 477, Santiago. 2.- DIPUBLIC. Av. Antonio Varas 671, Piso 2, tf: 498589, Santiago. **Colombia:** Editorial Tercer Mundo Ltda. Carrera 30, 42-32, Bogotá, DE. **Costa Rica:** Librería Trejos SA. Apartado Postal 1313, San José. **México:** CEPAL. Presidente Masarik 29, 11570 México, DF. **Panamá:** Librería Cultural Panameña. Vía España 16, Panamá 1. **Perú:** Librería Studium SA. Plaza Francia 1164, Lima. **Venezuela:** Librería del Este. Apartado 60337, Caracas 1060-A.

Los precios arriba indicados no incluyen costos de envío. Sólo se aceptan cheques en pesos chilenos o en dólares pagaderos en bancos de los Estados Unidos de América.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) de España y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Programa patrocinado por la Comisión Nacional para la Conmemoración del Quinto Centenario del Descubrimiento de América.

Junta de asesores: Raúl Prebisch (Presidente). Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, Andreu Mas-Colell, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Germánico Salgado, José L. Sampedro, María M. Silva, José A. Silva Michelena, Alfredo de Sousa, Osvaldo Sunkel, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuertes y Luis Yáñez Barnuevo (Vocales). Gert Rosenthal y Emilio de la Fuente (Secretarios).

Director: Aníbal Pinto

Consejo de Redacción: Carlo Bazdresch P. (*El trimestre económico*); Secretaría de Redacción en México, D.F.), Adolfo Canitrot (*Desarrollo Económico*, Argentina), José L. García Delgado (*Investigaciones económicas*, España), Adolfo Gurrieri (*Revista de la CEPAL*); Secretaría de Redacción en Santiago de Chile), Augusto Mateus (Portugal), Juan Muñoz (ICI), Luis Rodríguez-Zúñiga (CEDEAL, España). Angel Serrano (Secretario de redacción).

Nº 10 (665 páginas)

Julio-diciembre 1986

SUMARIO

El Tema Central: "Desarrollo Regional: Nuevos desafíos"

■ Análisis Globales

- C. A. de Mattos, *Paradigmas, modelos y estrategias en la práctica latinoamericana de planificación regional*.
- J. M. Monteiro da Costa, *Proceso espacial de acumulación de capital no capitalismo tardío*.
- J. L. Curbelo, *Economía política de la descentralización y planificación del desarrollo regional*.
- R. Laserna, *Movimientos sociales regionales. Apuntes para la construcción de un campo empírico*.
- E. Rojas, *Planificación regional en países de pequeño tamaño: desafíos y opciones en los países de la Cuenca del Caribe*.
- E. Carranza, *Las relaciones financieras intergubernamentales y el desarrollo regional*.
- S. Boisier, *La articulación Estado-Región: clave del desarrollo regional*.

■ Casos Nacionales: América Latina.

- W. Cano y L. Guimaraes Neto, *A questão regional no Brasil: traços gerais de su evolução histórica*.
- J. Abalos y L. Lira, *Desarrollo regional, liberalismo económico y autoritarismo político: Chile 1973-1984*.
- G. Garza, *Las políticas urbano-regionales en México (1915-1985)*.
- L. Zambrano S., *Consideraciones críticas en torno a la política de desarrollo regional en Venezuela*.

■ Coyuntura, Crisis y Ajuste.

- P. R. Haddad, *Políticas de estabilización económica: a dimensão regional*.
- G. Maia, C. Osorio y J. Ferreira I., *Políticas recesivas, distribuição de renda e os mercados regionais do trabalho no Brasil: 1981-1984*.
- F. Ordóñez, *Planificación regional y ajuste con crecimiento en América Latina*.

■ Casos Nacionales: España y Portugal.

- R. Esteve, A. Naváez, G. Ruiz (coordinador), M. Sevilla y E. Torres, *El futuro de la política regional en la España de las autonomías*.
- A. García L., R. Narváez B., A. Ruiz M. y G. Ruiz (coordinador), *Autonomía e internacionalización de la economía andaluza. Un ensayo sobre crecimiento*.
- A. Simoes L., *Desenvolvimento regional e integração económica. Um pequeno país com grandes desequilíbrios: Portugal*.

Figuras y Pensamiento.

- Las ideas económicas de José Martí*, por F. Pazos.
- La organización industrial: principales desarrollos en España*, por J. A. Alonso.
- En memoria de José Agustín Silva Michelena*, por H. Sonntag.
- Bibliografía de José Agustín Silva Michelena*.

Y LAS SECCIONES FIJAS DE

Reseñas Temáticas

- a) Del área latinoamericana.
J. P. Z. Chahad, *A evolução recente do mercado do trabalho no Brasil* (pág. 467); R. Figueroa y B. Thillet, *Las empresas públicas en Centroamérica* (pág. 415); C. Fortín, *Movimientos sociales en América Latina* (pág. 480); M. Krawczyk, *Mujeres jóvenes en América Latina: aportes para una discusión* (pág. 487); R. Lazarte, *Migraciones internas y pobreza urbana: perspectivas de estudio no países dependientes* (pág. 496); G. Martner, *Estilos de desarrollo en América Latina: un nuevo debate* (pág. 509); J. Moreno C., *Evolución del estado y procesos sociopolíticos en Venezuela* (pág. 519).
- b) De España.
A. Corral I., *A la búsqueda de una teoría de la educación a distancia* (pág. 531); J. R. de Espinola S., *La economía y la política regional en España* (pág. 533); J. A. Gallego S., *Aspectos relevantes y diferenciadores de la economía de la Europa del sur* (pág. 539); P. Morcillo y J. M. Rodríguez, *La integración en la economía mundial. El caso español* (pág. 546); P. P. Núñez D., *Andalucía en el pensamiento económico español* (pág. 549).
- c) De Portugal.
M. Antão, *A política cambial portuguesa em análise. Subsídios de dois estudos recentes* (pág. 556); M. Chagas L., *O potencial tecnológico e a dinâmica do mercado de trabalho português* (pág. 564); Luis Violante, *Agentes económicos. Qué comportamiento?* (pág. 571).

Resúmenes de Artículos: a) Publicados en revistas latinoamericanas b) Publicados en revistas españolas c) Publicados en revistas portuguesas.

INSTITUTO DE COOPERACION IBEROAMERICANA
Dirección de Cooperación Económica, Revista Pensamiento Iberoamericano
Teléf. 2440600 (Ext. 300) Av. de los Reyes Católicos, 4. 28040 MADRID

EL TRIMESTRE ECONOMICO

Comité dictaminador: Carlos Bazdresch P., Nisso Bucay, Carlos Noriega, Jaime Ros, Fernando Salas, Luis Téllez, Eduardo Turrent (Secretario), Kurt Unger. **Consejo editorial:** Edmar L. Bacha, Enrique Cárdenas, José Blanco, Gerardo Bueno, Héctor Diéguez, Arturo Fernández, Ricardo Ffrench-Davis, Enrique Flores Cano, Roberto Frenkel, Ricardo Hausmann, Albert O. Hirschman, David Ibarra, Francisco López, Guillermo Maldonado, José A. Ocampo, Luis Angel Rojo Duque, Gert Rosenthal, Francisco Sagasti, Jaime José Serra, Jesús Silva Herzog Flores, Osvaldo Sunkel, Carlos Tello, Ernesto Zedillo.

Director: Carlos Bazdresch P.
Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol. LIV (3)

México, julio-septiembre de 1987

Núm. 215

SUMARIO

Artículos: A. Sen: *La elección social y la justicia* • G.R. Feiwel: *Opiniones de Arrow sobre la equidad, la eficiencia y la democracia* • A. Lafuente, F. R. Pérez, S. y V. Salas F.: *Creación de empresas y desarrollo económico: evidencias internacionales* • V.E. Tokman: *El sector informal: Quince años después* • P. del Sol: *La política óptima de un productor dominante de un recurso no renovable* • J. Amieva-Huerta: *Comparación del poder de predicción de un modelo macroeconómico por componentes principales bietápicos y por mínimos cuadrados* • **Notas y comentarios:** E.A. Cardoso y R. Dornbusch, *El plan tropical del Brasil* • J. Cademartori y P. Palma, *La impagable deuda externa de Chile: un examen cuantitativo*. • A. Pinto S.C., *La ofensiva contra el Estado económico*.

FONDO DE CULTURA ECONOMICA
Avda. de la Universidad 975 Apartado Postal 44975 México 12, D.F.

ISSN 0046-001X

Desarrollo Económico

Revista de Ciencias Sociales

Vol. 27

Abril-junio 1987

Nº 105

GUSTAVO LINS RIBEIRO: ¿Cuánto más grande mejor? Proyectos de gran escala: una forma de producción vinculada a la expansión de sistemas económicos.

SIMON TEITEL y FRANCISCO E. THOUMI: De la sustitución de importaciones a las exportaciones: la experiencia de las exportaciones manufactureras de la Argentina y el Brasil.

JOSE MARIA DAGNINO PASTORE: Las tasas de interés bajo distintos contextos cambiario y financiero.

EDUARDO L. MENENDEZ: Estratificación social y condiciones de morbilidad. Algunas reflexiones sobre la crisis y recuperación teórica de esta relación.

ALEJANDRA HERRERA: Telecomunicaciones: reestructuración productiva y empleo en la República Argentina.

CARLOS LEON, LAURA D'AMATO y MARIA E. ITURREGUI: El mercado de plaguicidas en la Argentina.

Crítica de Libros - Información de Biblioteca

DESARROLLO ECONOMICO -Revista de Ciencias Sociales- es una publicación trimestral editada por el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES). Suscripción anual: R. Argentina, A 36.00; Países limítrofes, US\$ 36; Resto de América, US\$ 40; Europa, Asia, África y Oceanía, US\$ 44. Ejemplar simple: US\$ 10 (recargo por envíos vía aérea). Pedidos, correspondencia, etcétera, a:

INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL
Güemes 3950 / 1425 Buenos Aires / República Argentina

SUMA

revista de economía

NUMERO 2 - ABRIL DE 1987

PERFIL Y PERSPECTIVAS DE LA REACTIVACION RECIENTE

Nelson Noya

EXPORTACIONES A ARGENTINA Y BRASIL 1976-1985

Dos patrones de inserción sub-regional

Nora Berretta

FUNDACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA

José P. Barrán y Benjamín Nahum

ESTRUCTURA DE MERCADOS Y COMPORTAMIENTO INDUSTRIAL

Martín Rama

¿A QUIEN BENEFICIA EL GASTO PUBLICO SOCIAL?

Hugo Davrieux

cinve

Centro de Investigaciones Económicas del Uruguay

Por suscripciones: Guayabo 1729/702 - Tel. 40.49.17 - Montevideo

SINTEISIS

Número 1

Enero-abril 1987

DIRECTOR: Guadalupe Ruiz-Giménez Aguilar • **SECRETARIO DE REDACCION:** Aníbal Iturrieta Etchecopar • **CONSEJO EDITORIAL:** Rafael Arias-Salgado Montalvo, Carlos Alonso de Velasco, Rosa Carbajo de la Fuente, Pilar González Gómez, Aníbal Iturrieta Etchecopar, Teresa Ybarra Coello de Portugal. • **COORDINADORA DEL CONSEJO EDITORIAL:** Teresa Ybarra Coello de Portugal. • **SECRETARIA:** Mariángel Cabello Cabello, Oscar Tissier Duarte. • **CONSEJO ASESOR:** José Luis Abellán, José María Álvarez Romero, Manuel Aragón Reyes, Justino de Azcárate Florez, Juan Antonio Carrillo Salcedo, Antonio González y González, Antonio Lago Carballo, José Luis López-Schummer, José Prat García, Miguel Sánchez Montes de Oca.

SUMARIO

CUESTIONES LATINOAMERICANAS, Ideas e Instituciones: • De la revolución a la democracia. El debate intelectual en América del Sur. NORBERT LECHNER. • Proyecto, trayectoria y fracaso de los regímenes militares en el Cono Sur: un balance. MANUEL ANTONIO GARRETÓN. • El Gabinete en América Latina: Organización y cambio. WALDINO CLETO SUÁREZ • **Economía e Integración:** • El Plan Baker y la deuda externa en América Latina. SAÚL NÉSTOR KEIFMAN. • El SELA: Antecedentes y realizaciones. FELIPE SALAZAR SANTOS. **Relaciones Internacionales:** • Relaciones internacionales y transición política. CARLOS PÉREZ LLANA. **REALIDADES NACIONALES: CHILE; Artículos y Estudios:** • Orígenes y características del sistema de partidos en Chile. ARTURO VALENZUELA. • Las relaciones internacionales de las Fuerzas Armadas Chilenas: De la guerra fría a los años ochenta. CARLOS PORTALES. • La transición a la democracia en Chile. CARLOS HUNEUS M. • Chile: El colapso de un experimento económico y sus efectos políticos. OSCAR MUÑOZ • La Política Exterior Chilena durante 1985: HERALDO MUÑOZ. Anexo: Relaciones EE.UU.-Chile: Una tensa coyuntura. HERALDO MUÑOZ • **ACTUALIDAD: Documentos y bibliografía, Análisis coyuntural** • CEPAL: Economía chilena, primer semestre 1986 • El camino hacia la democracia chilena. EDGARDO BOENINGER. • La transición posible y los escenarios en juego. MANUEL ANTONIO GARRETÓN • Entrevista al director de FLACSO, JOSÉ JOAQUÍN BRUNNER • Problemas de la transición: Chile, Haití, Filipinas. SERGIO BITAR • Encuesta sobre Cultura Política Chilena y aspectos conexos: Resultados generales • **Documentos:** • Acuerdo nacional para la transición a plena democracia • Propuesta de transición de la izquierda chilena. • Unión de la Derecha: Fusión de Unión Nacional, la Unión Demócrata Independiente y el Frente Nacional del Trabajo. • **Bibliografía:** • Otros artículos de interés • Libros recientes sobre Chile • Reseñas bibliográficas • Proyectos de Investigación.

Lagasca, 88 - 4ª planta 28001 Madrid. Teléfono: 275 72 45

CUADERNOS DE ECONOMIA

Instituto de Economía
Pontificia Universidad Católica de Chile

Año 24

Abril 1987

Nº 71

SUMARIO

POLÍTICA COMERCIAL, INDUSTRIALIZACIÓN Y SU SESGO ANTIEXPORTADOR:

PERÚ 1940-1983

Alberto Valdés, Javier León

INGRESO Y CONSUMO PERMANENTE Y SU RELACIÓN, EN CUATRO
CIUDADES COLOMBIANAS

Philip Musgrove

LA DEVALUACIÓN ESPERADA. UNA APROXIMACIÓN BAYESIANA:

CHILE 1974-1984

Guillermo Le Fort, Cristián Ross

UN ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA DEMANDA POR TRABAJO EN CHILE, 1977-1985

Patricio Rojas

RELACIÓN INSUMO-PRODUCTO EN LOS MERCADOS FORESTALES DE CHILE
Y SUS IMPLICACIONES

Charles Mc Ketta, Eugenio Bobenrieth, Ricardo Avello

RESÚMENES DE TESIS DE GRADO

Oficina de Publicaciones • Casilla 274-V - Correo 21 • Santiago

Revista Paraguaya de Sociología

Publicación de Ciencias Sociales para América Latina
Editada por el Centro Paraguayo de Estudios Sociológicos

Director: Domingo M. Rivarola

Editor: Graziella Corvalán

Año 23-Nº 66

Mayo-Agosto 1986

Virginia Vargas Valente, *El aporte de la rebeldía de las mujeres* • Mirta Echeverría, *Formas de reclutamiento y fijación de la fuerza de trabajo en los yerbales misioneros, en la primera mitad del siglo* • Alejandro Rofman, *Políticas alternativas de transformación en el medio rural minifundista. La acción de las ONG en el área del nordeste* • Rigoberto Rivera, Jaime Crispi, *Bienes, salarios y agricultura capitalista en Chile* • J.P. Pérez Sáinz, *Clase obrera y reproducción de la fuerza de trabajo en Ecuador (El caso de los obreros textiles en Quito)* • Diego Portales Cifuentes, *Políticas nacionales de comunicación: La lucha por la utopía en el mercado* • Elba Gigante, Pedro Lewin, Stefano Varese, *Condiciones etno-lingüísticas y pedagógicas para una educación indígena culturalmente apropiada* • Luis A. Galeano, *Entre la protesta y la lucha urbana: dos estudios de casos* • Documento, *Encuesta a los pobladores de Santiago: principales resultados* • Documentación Paraguaya • Reseñas Bibliográficas •

Suscripción e Información: Eligio Ayala Nº 973 - Casilla de Correo 2157 - Asunción - Paraguay

O P C I O N E S

(Ex-Alternativas)

Nº 10, Enero-abril 1987

Revista del Centro de Estudios de la Realidad Contemporánea (CERC) de la Academia de Humanismo Cristiano.

Director: Enrique d'Etigny. **Comité Editorial:** Rodrigo Alvaray, Carlos Bascuñán, Enrique d'Etigny, Cristián Gazmuri, Carlos Huneeus, Cristina Hurtado, Heraldo Muñoz, Eduardo Ortiz, Cristián Parker, Carlos Ruiz, Sol Serrano.

LA IZQUIERDA EN LA DEMOCRATIZACION DE AMERICA LATINA:

Cristina Hurtado, Rodrigo Alvaray: *Presentación Seminario América Latina* • Fernando García: *Democracia, Verdad y Etica* • Pablo Mieres: *Democratización en Uruguay: Disyuntivas para la izquierda*. • Daniel García Delgado: *Modernización y consolidación de la democracia en Argentina* • Eduardo Ortiz: *El Proyecto Socialista y el Tema de la Democracia*.

ARTICULOS

Michael Kater: *Clase social y poder político. El pueblo alemán y el Nacionalsocialismo en la República de Weimar y el Tercer Reich* • María de la Luz Hurtado: *Sistemas de Televisión y proyectos estatales en Chile*.

RESEÑAS

Marcos García de la Huerta: *Nación-Estado y legitimidad en Chile. Reflexiones sobre un libro de Mario Góngora* • Cristina Hurtado: *Una Filosofía de la Emancipación*.

Dirigir toda correspondencia a:
CERC, Academia de Humanismo Cristiano
Catedral 1063, 5º piso, Santiago-Chile
Fonos: 6980864 - 6989915

ESTUDIOS INTERNACIONALES

CONSEJO DE REDACCION: PILAR ARMANET, RAYMUNDO BARROS, FELIPE HERRERA, ENRIQUE IGLESIAS, HELIO JAGUARIBE, ALBERTO VAN KLAVEREN, GUSTAVO LAGOS, JOSE MATOS MAR, ALISTER MC INTYRE, CANDIDO MENDES, HERALDO MUÑOZ, FRANCISCO ORREGO VICUÑA, CLEANTHO DE PAIVA LEITE, CARLOS PEREZ LLANA, GERMANICO SALGADO, WALTER SANCHEZ, OSVALDO SUNKEL, LUCIANO TOMASSINI, VICTOR URQUIDI, CLAUDIO VELIZ

Fundador: Claudio Véliz

Director: Luciano Tomassini

Publicada por el Instituto de Estudios Internacionales
de la Universidad de Chile

Año XX

Enero-marzo 1987

Nº 77

S U M A R I O

Augusto Varas / *De la Competencia a la Cooperación Militar en América Latina* • Pilar Armanet / *La Zona Desnuclearizada Latinoamericana en la Perspectiva de la Cooperación Regional* • Edgardo Mercado Jarrín / *Perspectivas de los Acuerdos de Limitación y Desarme en América Latina y el Caribe* • Francisco Orrego V. / *La Búsqueda de un Nuevo Papel para la Organización de los Estados Americanos: el Protocolo de Reformas de la Carta de 1985* • Heraldo Muñoz V. / *Las Causas del Auge y la Declinación del Sistema Interamericano de Seguridad: Una perspectiva latinoamericana* • Raymundo Barros Ch. / *Traectoria y Agenda de ALADI*.

Reseñas de Libros

ESTUDIOS INTERNACIONALES	Valor Suscripción Anual
Casilla 14187 - Suc. 21	Instituciones US\$ 45
Santiago - Chile	Particulares US\$ 35

CONTRIBUCIONES

Estudios Interdisciplinarios sobre desarrollo y cooperación Internacional

Publicación trimestral de la Konrad-Adenauer-Stiftung A.C. - Centro Interdisciplinario de Estudios sobre el Desarrollo Latinoamericano CIEDLA

Año IV - N° 2 (14) - Abril-junio, 1987

Artículos: Egon Tuchfeldt, *Algunos conceptos sobre ordenamiento económico en el Tercer Mundo* • Heinz-Adolf Hoersken, *Los sindicatos en el sistema de la Economía Social de Mercado* • Dieter W. Benecke, *El rol del empresario en el desarrollo económico* • Bruno Heck, *Europa y la división alemana* • **Temas:** La era Adenauer • Konrad Adenauer: el estadista • Terence Prittie, *El estadista: Perspectivas históricas* • Konrad Adenauer: el político • Horst Osterheld, *Nuevo comienzo* • Rüdiger Altmann, *Política económica y social en la era Adenauer* • Ludwig Erhard, *Relaciones económicas con latinoamérica* • Konrad Adenauer: el hombre y el demócrata cristiano • *Responsabilidad compartida* • *Me siento orgulloso del pueblo alemán* • Konrad Adenauer: cronología • **Notas:** Helmut Kohl, *Derechos humanos - Democracia - Desarrollo* • *Gira del presidente de la República Federal de Alemania, Richard von Weizsäcker* • Josef Thesing, *La labor internacional de la Fundación Konrad Adenauer* • *Visita del Papa Juan Pablo II a la Argentina, Chile y Uruguay* • *XXII Congreso Latinoamericano de Industriales - ALLA en Río de Janeiro, Brasil, del 25 al 28 de noviembre de 1986* • *Nueva Constitución en Haití* • **Documentos:** Pontificia Comisión "Iustitia et pax", *Una consideración ética de la deuda internacional* • *La situación de centroamérica y el papel de los partidos demócrata cristianos como alternativa democrática* • **Comentarios de Libros:** Martin Kriele, *Nicaragua: corazón herido de América - Un informe*, por Roberto Starke • Institut für Iberoamerika - Kunde de Hamburgo, *Analysen - Daten - Dokumentation*, por Manfred Huber • Hans-Peter Schwarz, *Adenauer - Der Aufstieg 1876-1952*, por Karl Dietrich Bracher • **Personas y hechos.**

Suscripción anual - US\$32. Cheques extendidos a la orden de Konrad Adenauer Stiftung A.C.

Redacción y Administración: CIEDLA, Suipacha 1380 - 10° Piso
1011 Buenos Aires, República Argentina
Teléfonos: (00541) 393-7050/393/-6961/393-6730/393/6713
TLX 25132 KASBA AR

REVISTA MEXICANA DE

SOCIOLOGIA

Órgano oficial del Instituto de Investigaciones Sociales de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Director: Dr. Carlos Martínez Assad

Coordinador de la Revista: Lic. Ignacio Marván Laborde

AÑO XLIX / VOL. XLIX / Núm. 2 abril-junio 1987

I TEORIA DE LA DEMOCRACIA

Democracia e intereses en Kelsen

PIERO MEAGLIA

Elementos para una teoría de la democracia: Gramsci y el sentido común

JOSE NUN

II PROCESOS POLITICOS

Sociedad y política en México

SERGIO ZERMEÑO

El parto de la democracia brasileña

WILLIAM C. SMITH

La cuestión étnica y la democracia en Ecuador

ROBERTO SANTANA

La forma intervencionista del Estado en América Latina

MANUEL VILLA AGUILERA

¿Cómo habla el poder legislativo en México?

TERESA CARBO

III ESTUDIOS ELECTORALES

Las elecciones de 1985 en el Distrito Federal

JUAN MOLINAR Y LEONARDO VALDES

Brizola y las elecciones de 1982 en Río de Janeiro

AMAURY DE SOUZA, OLAVO BRASIL DE LIMA Y M. FIGUEIREDO

Las elecciones federales de 1985 en Michoacán

JORGE ZEPEDA PATTERSON.

IV SECCION BIBLIOGRAFICA

Bibliografía sobre elecciones y procesos electorales en México

ALVARO ARREOLA Y JUAN MOLINAR

INSTITUTO DE INVESTIGACIONES SOCIALES / UNAM

DISTRIBUCION Y VENTA: TORRE II DE HUMANIDADES 7º PISO, CD. UNIVERSITARIA MEXICO D.F. CODIGO POSTAL 04510 TEL. 5505215 EXT. 2949

Integración Latinoamericana

REVISTA MENSUAL
DEL INTAL

Director: Juan Mario Vacchino • **Comité Editorial Asesor:** Martín Arocena, Eudes Bezerra Galvão, Guillermo Ondarts, Eugenio O. Valenciano, Alberto Zelada Castedo • **Edición - coordinación:** Clara Ginzburg

Año 12, N° 121-Marzo 1987

Editorial: *La Comunidad del Caribe* • **Estudios:** *Consolidar la independencia: el principal desafío para el Caribe*, por William G. Demas. *La Comunidad del Caribe*, por Lloyd Searwar. *El Caribe Oriental: estrategias de exportación y relaciones con América Latina*, por Marco D. Pollner. *Políticas comerciales nacionales y corrientes de comercio intrarregional: un estudio de la relación OECO-Comunidad del Caribe, 1981-1984*, por Anthony T. Bryan y Noel Boissiere. • **Comentarios:** *Seguros y reaseguros: su integración en América Latina*, por María V. de Schenkelman.

Año 12, N° 122-Abril 1987

Editorial: *El programa de integración argentino-brasileña* • **Estudios:** *Rumbo a la integración*, por Francisco Thompson Flores. *Integración Argentina-Brasil: realidades y proyecciones*, por Oscar Camilión. *Características del intercambio en bienes de capital entre Argentina y Brasil*, por Héctor R. Gertel y Hebe G. M. de Marega. *Las relaciones Argentina-Brasil: de la asimetría al equilibrio*, por Mónica Hirst. *Aspectos jurídicos e institucionales del Programa de Integración y Cooperación Argentino-Brasileña*, por Carlos Tagle • **Comentarios:** *La integración argentino-brasileña y las relaciones entre América Latina y Europa*, por Juan Mario Vacchino.

Año 12, N° 123-Mayo 1987

Editorial: *El comercio intrarregional de productos agropecuarios* • **Estudios:** *El comercio intrarregional de productos agropecuarios en América Latina*, por Carlos Basco. *Comercio de productos agrícolas entre países en desarrollo: América Latina durante 1962-1979*, por Alberto Valdés. *Modalidades de negociación en organismos de cooperación internacional: el caso de la política de graduación*, por Eduardo A. Zalduendo y Félix A. Camarasa • **Comentarios:** *Tercera Revolución Industrial y opciones de desarrollo*, por Carlos Ominami.

Información de América Latina y el mundo • Documentación • Estadística • Bibliografía

Instituto para la Integración de América Latina
Esmeralda 130
1035 Buenos Aires, República Argentina

ENCUENTRO 45

SELECCIONES PARA LATINOAMERICA
ARTICULOS DEL NUMERO CUARENTAICINCO

JAPON

- EL MILAGRO JAPONES: LOS SIETE SECRETOS DE UN EXITO ECONOMICO / R. GAUL, N. GRUNENBERG, M. JUNGBULT / *EXTRACTOS DEL LIBRO "EL MILAGRO JAPONES"*
 - LA EMPRESA EN LA SOCIEDAD JAPONESA ACTUAL: 1) LA EMPRESA ES FAMILIA. 2) EL ESPIRITU COMUNITARIO. 3) EL ESPIRITU DE COMPETENCIA Y LA UNION SAGRADA ENTRE EL TRABAJADOR Y SU EMPRESA. 4) EL APOYO DEL MITI. 5) UNA MANO DE OBRA BIEN FORMADA. 6) LA BATALLA DE LA CALIDAD. 7) LA ESTRATEGIA DEL MANAGEMENT CULTURAL. 8) LAS MUJERES "MANO DE OBRA BARATA" EN JAPON. 9) LAS FAMILIAS DIVIDIDAS. 10) ¿LA EMPRESA JAPONESA EN CRISIS? / *PROBL. POLITIQUES ET SOCIAUX*
 - EL TRABAJO ¿ARMA SECRETA DE LOS JAPONESES? / GABRIEL MEHRENBERGER / *ETUDES*
 - LOS JAPONESES Y LAS PRESIONES DE WASHINGTON / HIROKO YAMANE / *LE MONDE DIPLOMATIQUE*
 - EL DE AYER Y... EL JAPON DE HOY / *L'OBSERV. DE L'OCDE*
 - LAS EMPRESAS TRANSNACIONALES Y LOS SERVICIOS (SEGUNDA Y ULTIMA PARTE) / *COMERCIO EXTERIOR*
 - SEGURIDAD SOCIAL Y DESARROLLO EN AMERICA LATINA / CARMELO MESA-LAGO / *REVISTA DE LA CEPAL*
 - PRETORIANISMO, LEGITIMIDAD Y OPINION PUBLICA / HERBERT KOENEKE / *NUEVA SOCIEDAD*
 - EL COMANDO SUR, PODER HOSTIL / RAUL LEIS
 - LA EXPERIENCIA CHILENA: EL LARGO VIAJE DE UN EJERCITO HACIA LA NOCHE / V. GONZALES SELANIO
 - LA GUARDIA NACIONAL SOMOCISTA: EL DESMORONAMIENTO POLITICO DE UN EJERCITO / VICTOR BACCHETTA
-
- LA VIDA FAMILIAR EN EL JAPON ¿LA FELICIDAD VENIDA A MENOS? / G. MEHRENBERGER / *ETUDES*
 - UNA VISION DE CONJUNTO DE LA HISTORIA DE JAPON / TOMADO DE "JAPAN IS LAND, PEOPLE AND CULTURE"
 - CHINA Y JAPON: CRONOLOGIA DE LOS PRINCIPALES ACONTECIMIENTOS
 - LA FORMACION DEL PENSAMIENTO JAPONES: CARACTERISTICAS ESPIRITUALES / UNESCO
 - LA ESENCIA DE LA RELIGION EN JAPON / S. LITTLETON
-
- EN EL CENTENARIO DE GEORG LUKACS / *CUAD. HISPANO*
 - CRISIS ECONOMICA, EDUCACION Y FUTURO EN AMERICA LATINA / JUAN CARLOS TEDESCO / *NUEVA SOCIEDAD*
 - LA EDUCACION SIN VALORES: RESULTADO DE LA VOLUNTAD DE NEUTRALIDAD EN EL EDUCADOR POR EVITAR A TODA COSTA EL ADOCTRINAMIENTO / *CHOISIR*
 - FICHAS DE CINE: PELOTON, LA MISION, EL COLOR DEL DINERO, TE AMARE EN SILENCIO, LABERINTO, etc.
-
- FE CRISTIANA Y CULTURA JAPONESA EN LA ULTIMA NOVELA DE SHUSAKU ENDO / F. CASTELLI / *LA CIV. CATTOL.*
 - COMISION PONTIFICIA "IUSTITIA ET PAX": CONSIDERACION ETICA DE LA DEUDA INTERNACIONAL
 - LA NECESARIA INCULTURACION / JEAN-YVES CALVEZ
 - LA INDIA: LA INCULTURACION Y LA IGLESIA LOCAL

Editado por el CENTRO DE PROYECCION CRISTIANA, Jr. Aguarico 586, Breña-Lima - PERU. Tel.: 232609

SUSCRIPCIONES PERU

ENCUENTRO, nn. 45 al 55: /\$. 1,200.00
ENCUENTRO (tomo I: nn. 1 al 11; tomo II: nn. 12 al 22; tomo III: nn. 23 al 33; tomo IV: nn. 34 al 44) /\$. 1,200.00 cada tomo.

SUSCRIPCIONES AMERICA LATINA

Via superficie, correo certificado, ENCUENTRO nn. 45 al 55: 75 \$ USA.
ENCUENTRO (tomo I: nn. 1 al 11; tomo II: nn. 12 al 22; tomo III: nn. 23 al 33; tomo IV: nn. 34 al 44) 65 \$ USA cada tomo.
Via aérea, correo certificado, ENCUENTRO nn. 45 al 55: 100 \$ USA.
ENCUENTRO (tomo I: nn. 1 al 11; tomo II: nn. 12 al 22; tomo III: nn. 23 al 33; tomo IV: nn. 34 al 44) 80 \$ USA cada tomo.



NUEVA SOCIEDAD

JULIO-AGOSTO 1987

Nº 90

Director: Alberto Koschuetzke
Jefe de Redacción: Daniel González V.

COYUNTURA: **Ted Córdova-Claure:** Argentina: la verdadera historia oficial; **Maria del Carmen Feljó:** Argentina: unidos uno a uno; **Carlos Decker-Molina:** Paraguay: un callejón con salida.

ANALISIS: **Carlos Iván Degregori:** Sendero Luminoso: el desafío autoritario; **Peter Gey:** Entre la reforma y la "contraofensiva revolucionaria". La economía cubana; **Sergio Spoerer:** La diplomacia informal. América Latina-Europa y los organismos no gubernamentales; **Patricia Bifani:** Opresión y poder. La mujer del Tercer Mundo.

POSICIONES: **Bujarl Ahmed Berical-Ia:** El conflicto marroquí-saharui y sus consecuencias.

TEMA CENTRAL: **MARGINALIDAD Y SECTOR INFORMAL:** **Vanessa Cartaya F.:** El confuso mundo del sector informal; **Héctor Béjar:** Reflexiones sobre el sector informal; **Victor E. Tokman:** El imperativo de actuar. El sector informal hoy; **Jaime Mezzera:** Abundancia como efecto de la escasez. Oferta y demanda en el mercado laboral urbano; **Rolando Lazarte:** El éxodo hacia la metrópoli. Migración interna y mercado de trabajo; **Manuel Barrera:** El movimiento de los excluidos. Desempleo y nueva informalización; **Cathy Rakowski:** Desventaja multiplicada. La mujer del sector informal; **Eugenio Tironi:** ¿Ruptura o participación? La protesta de los marginales; **Ellana Chávez O'Brien:** Microempresas y desarrollo económico. El sector informal urbano en el Perú.

SUSCRIPCIONES ANUAL BIENAL (Incluido flete aéreo) (6 núms.) (12 núms.)

América Latina	US\$ 20	US\$ 35
Resto del Mundo	US\$ 30	US\$ 50
Venezuela	Bs. 150	Bs. 150

PAGOS: Cheque en dólares a nombre de NUEVA SOCIEDAD. Dirección: Apartado 61.712-Chacao-Caracas 1060-A - Venezuela. Rogamos no efectuar transferencias bancarias para cancelar suscripciones.

cuadernos del claeH

REVISTA URUGUAYA DE CIENCIAS SOCIALES

40

1986/4

MOVIMIENTOS SOCIALES URBANOS Y SISTEMA POLITICO: EL CASO DE PASO CARRASCO
Romeo Pérez y Enrique Piedra Cueva

LOS MOVIMIENTOS URBANOS DE TRABAJADORES BAJO EL CAPITALISMO AUTORITARIO
EN EL CONO SUR Y BRASIL, 1964-1983
Paul W. Drake

EL TRIUNFO DE RADICALES Y COLORADOS: ¿UN VOTO POR UN PASADO MEJOR?
Francisco Panizza y Theresa Fogathy

UN ANALISIS MULTIDIMENSIONAL DE LA POPULARIDAD
Alberto González

LA ECONOMIA DEL SECTOR INFORMAL: LA DINAMICA DE LAS PEQUEÑAS UNIDADES
Y SU VIABILIDAD
Roberto Mizrahi

INDICE GENERAL DE CUADERNOS DEL CLAEH Nos. 1 - 40 (1976-1986)

SUSCRIPCION

Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Paraguay	US\$ 25
Resto de América (excluidos Canadá y EEUU)	US\$ 30
Canadá, EEUU, Europa, Asia, África y Oceanía	US\$ 35

En el precio se incluye flete vía aérea. Remitir cheque a:

CENTRO LATINOAMERICANO DE ECONOMIA HUMANA (CLAEH)
Zelmar Michelini 1220 - Casilla Postal 5021
Montevideo, Uruguay

o transferencia bancaria a:

Banco de Montevideo
Cuenta en Moneda Extranjera N° 1/10752/6
Misiones 1399
Montevideo, Uruguay

كيفية الحصول على منشورات الأمم المتحدة

يمكن الحصول على منشورات الأمم المتحدة من المكتبات ودور التوزيع في جميع أنحاء العالم - استعلم عنها من المكتبة التي تتعامل معها أو أكتب إلى : الأمم المتحدة ، قسم البيع في نيويورك أو في جنيف .

如何购买联合国出版物

联合国出版物在全世界各地的书店和经销处均有发售。请向书店询问或写信到纽约或日内瓦的联合国销售组。

HOW TO OBTAIN UNITED NATIONS PUBLICATIONS

United Nations publications may be obtained from bookstores and distributors throughout the world. Consult your bookstore or write to: United Nations, Sales Section, New York or Geneva.

COMMENT SE PROCURER LES PUBLICATIONS DES NATIONS UNIES

Les publications des Nations Unies sont en vente dans les librairies et les agences dépositaires du monde entier. Informez-vous auprès de votre libraire ou adressez-vous à : Nations Unies, Section des ventes, New York ou Genève.

КАК ПОЛУЧИТЬ ИЗДАНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ

Издавания Организации Объединенных Наций можно купить в книжных магазинах и агентствах во всех районах мира. Наводите справки об изданиях в вашем книжном магазине или пишите по адресу: Организация Объединенных Наций, Секция по продаже изданий, Нью-Йорк или Женева.

COMO CONSEGUIR PUBLICACIONES DE LAS NACIONES UNIDAS

Las publicaciones de las Naciones Unidas están en venta en librerías y casas distribuidoras en todas partes del mundo. Consulte a su librero o diríjase a: Naciones Unidas, Sección de Ventas, Nueva York o Ginebra.

Las publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y las del Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) se pueden adquirir a los distribuidores locales o directamente a través de:

Publicaciones de las Naciones Unidas
Sección de Ventas — DC-2-868
Nueva York, NY, 10017
Estados Unidos de América

Publicaciones de las Naciones Unidas
Sección de Ventas
Palais des Nations
1211 Ginebra 10, Suiza

Unidad de Distribución
CEPAL — Casilla 179-D
Santiago de Chile