

NOT YET PROCESSED  
READ AMERICA  
CENTRO DE ESTUDIOS  
ECONOMICOS  
BIBLIOTECA

# MORATORIA DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA

## EXPERIENCIA DE LOS PAISES

*Oscar Altimir*  
*Robert Devlin*  
(*Compiladores*)

1992

SANTIAGO DE CHILE



900011928 - BIBLIOTECA CEPAL

## AUTORES

**Francesco Abbate**, de nacionalidad italiana y actualmente Director del Programa de Financiamiento para el Desarrollo de UNCTAD en Ginebra, Suiza.

**Oscar Altimir**, de nacionalidad argentina, es el Director de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL en Santiago de Chile.

**Gonzalo Biggs**, de nacionalidad chilena, es Abogado Principal del Banco Interamericano de Desarrollo en Washington D.C.

**Juan Carlaga**, de nacionalidad boliviana, es ex-Ministro de Finanzas de Bolivia y actualmente consultor internacional.

**Robert Devlin**, de nacionalidad estadounidense, es Economista Principal de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL en Santiago de Chile.

**Carlos Eduardo de Freitas**, de nacionalidad brasileña, es ex-Director Ejecutivo del Banco Central del Brasil y actualmente Director de Estudios de dicha institución.

**Leonel Figueroa**, de nacionalidad peruana, es ex-Presidente del Banco Central de Reserva del Perú y actualmente Economista de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL en Santiago de Chile.

**Roger Lawrence**, de nacionalidad estadounidense, actualmente es Director, Coordinador del Programa de Recursos Para el Desarrollo de UNCTAD en Ginebra, Suiza.

**José Luis Machinea**, de nacionalidad argentina, es ex-Presidente del Banco Central de la República Argentina y actualmente se desempeña como consultor internacional.

**Anne Miroux**, de nacionalidad francesa, es Economista del Programa de Financiamiento para el Desarrollo UNCTAD en Ginebra, Suiza.

**Arturo O'Connell**, de nacionalidad argentina, es ex-Director del Banco Central de la República Argentina y actualmente se desempeña como Director del Proyecto Relaciones Internacionales y Política Económica (PRIPE) del Ministerio de Relaciones Exteriores de Argentina.

**Ennio Rodríguez**, de nacionalidad costarricense, es ex-Ministro de Financiamiento y Deuda Externa de Costa Rica y actualmente Economista Principal de la CEPAL, en su Oficina Regional de México.

**Juan Sommer**, de nacionalidad argentina, es ex-Director del Banco Central de la República Argentina y actualmente funcionario de un banco internacional de inversiones.

**Mauricio Yepes**, de nacionalidad ecuatoriana, actualmente es Gerente de Operaciones Internacionales del Banco Central del Ecuador.

## INDICE

PREFACIO .....	7
UNA RESEÑA DE LA MORATORIA DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA .....	11
<i>Oscar Altimir y Robert Devlin</i>	
<b>PRIMERA PARTE</b>	
EL MANEJO DE LA DEUDA EXTERNA EN CONDICIONES DE CRISIS EN LA BALANZA DE PAGOS: LA MORATORIA ARGENTINA 1988-89.....	67
<i>José Luis Machinea y Juan Sommer</i>	
LA MORATORIA BOLIVIANA Y EL AJUSTE ECONOMICO EXITOSO .....	123
<i>Juan Cariaga</i>	
BREVE HISTORIA DE LAS MORATORIAS BRASILEÑAS.....	151
<i>Carlos Eduardo de Freitas</i>	
ADMINISTRACION DE LAS RESTRICCIONES UNILATERALES DE PAGO Y DESARROLLO: EL CASO DE COSTA RICA .....	195
<i>Ennio Rodríguez</i>	
LA MORATORIA ECUATORIANA.....	219
<i>Mauricio Yepes</i>	
ADMINISTRACION DE LA MORATORIA PERUANA .....	253
<i>Leonel Figueroa</i>	

## SEGUNDA PARTE

ATRASOS DE LOS PAISES DE AMERICA LATINA CON LOS ACREEDORES DEL CLUB DE PARIS: PROBLEMAS Y OPCIONES.....	317
<i>Francesco Abbate, Roger Lawrence y Anne Miroux</i>	
MORA CON LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES.....	339
<i>Arturo O'Connell</i>	
COBRO JUDICIAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA MOROSA DE AMERICA LATINA: DERECHOS Y DEFENSAS DE LAS PARTES .....	357
<i>Gonzalo Biggs</i>	

# UNA RESEÑA DE LA MORATORIA DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA

*Oscar Altimir y Robert Devlin\**

## I. Introducción

La historia de los mercados internacionales de capital abunda en ciclos de auge y colapsos crediticios (Kindleberger, 1978; Galbraith, 1975). América Latina ha sido con frecuencia un actor importante en la accidentada evolución de esos mercados; en efecto, el acceso de la región al crédito internacional culminó en incumplimientos a fines de las décadas de 1820, 1880 y 1890, y a comienzos de la de 1930 (CEPAL, 1964). Por cierto que la crisis más reciente estalló en agosto de 1982 cuando un grave problema de servicio de la deuda en México —entonces el segundo deudor más grande del mundo entre los países en desarrollo— desencadenó un colapso financiero sistémico en América Latina, cuyas repercusiones negativas aún se dejan sentir (CEPAL, 1990b).

Los problemas de la década de 1980 siguieron en diversas formas la modalidad tradicional de la crisis financiera: un desenfreno manifiesto de solicitudes y otorgamiento de préstamos, seguido de dificultades de pago, incumplimientos y moratorias. Sin embargo, el período se caracterizó también por una gran novedad: el surgimiento de un mecanismo internacional de préstamos de última instancia (MIPUI), que sirvió para aplazar muchos incumplimientos y moratorias formales, permitiendo con ello que los acreedores evadieran las pérdidas desestabilizadoras que suelen acompañar a las crisis financieras sistémicas.<sup>1/</sup>

---

\* Deseamos agradecer los valiosos comentarios de Sofía Astete, Rosella Cominetti, Felipe Jiménez, Carlos Massad, Arturo O'Connell y Kendrick Paul, así como la asistencia estadística de Guillermo Mundt y Luis Alberto Santa Cruz. Por supuesto, la responsabilidad por el contenido de este artículo es exclusivamente nuestra.

El MIPUI – encabezado en esta ocasión por el Gobierno de los Estados Unidos – funcionó con bastante efectividad a comienzos de la década de 1980 para evitar los incumplimientos informales en América Latina que podrían haber hundido a los grandes bancos comerciales internacionales y causado estragos en la economía mundial.<sup>2/</sup> Los instrumentos precisos del MIPUI son relativamente bien conocidos. Primero, la banca comercial, que constituye el principal acreedor de la región, se agrupó a modo de cartel tras un comité asesor integrado por los bancos líderes a fin de reprogramar el servicio de la deuda mediante la reestructuración del principal y el refinanciamiento parcial de los pagos de intereses (denominados “préstamos no voluntarios”). Además, las condiciones de las reprogramaciones fueron de carácter comercial, o mejor dicho, punitivas.<sup>3/</sup> Segundo, la deuda bilateral se reprogramó a través del Club de París. Tercero, se movilizaron nuevos préstamos de los organismos multilaterales para refinanciar también en parte el servicio programado de la deuda. Cuarto, las reprogramaciones de la deuda y los paquetes de dinero nuevo fueron sometidos a la condicionalidad cruzada mediante la firma de un acuerdo de compromiso contingente con el FMI; a su vez, el programa de ajuste del Fondo deflactó las economías de los deudores y produjo un gran excedente comercial para servir los pagos de intereses. Por último, el Tesoro de los Estados Unidos y el Banco de Pagos Internacionales organizaron préstamos puente de corto plazo que aportaron el refinanciamiento provisional necesario para evitar los incumplimientos formales durante las complejas negociaciones de reestructuración de la deuda.<sup>4/</sup>

La coordinación entre los bancos y otros acreedores fue bastante estrecha, y de hecho manifestó las características de cartel. De todos modos, como instrumento para salvar el sistema financiero internacional, el MIPUI funcionó bastante bien. La reprogramación/refinanciamiento del servicio de la deuda en términos comerciales más bien lucrativos, junto con las medidas draconianas de ajuste en los países deudores, sirvieron para que los bancos evitaran pérdidas; más aún, lo paradójico es que la región pasó a ser un importante centro de utilidades para esas instituciones durante su peor crisis financiera desde la década de 1930.<sup>5/</sup>

Las reprogramaciones iniciales de 1982/1983 incorporaron a casi la totalidad de los países deudores de la Región. Sin embargo, en las cuatro rondas ulteriores de reprogramaciones, en el período 1983-90, cada vez participaron menos países en el programa oficial de gestión de la deuda.<sup>6/</sup> El reverso de la medalla de esta atrición creciente fue la acumulación de atrasos en el servicio de la deuda externa. Estos atrasos, sólo sobre el pago de intereses en la región, sobrepasaban los 25.000 millones de dólares a fines de 1990 y representaron 22% de la deuda externa acumulada desde 1981 (CEPAL, 1990b). Por lo menos 21.000 millones de dólares de los intereses impagos se adeudaban a los bancos comerciales, mientras el resto afectaba a gobiernos acreedores y a los prestamistas multilaterales. En 1990, los únicos países que se mantuvieron plenamente al día en el servicio de la deuda durante todo el año fueron Chile, México, Colombia y Uruguay.<sup>7/</sup>

La acumulación de atrasos representó en la práctica el surgimiento de una moratoria silente.<sup>8/</sup> En contraste con la década de 1930, cuando la sus-

pensión de pagos de los principales deudores fue relativamente súbita y masiva,<sup>9/</sup> los incumplimientos de la década de 1980 han surgido paulatinamente y a la par de la incapacidad creciente del programa oficial de rescate de la deuda para adaptarse a la situación de deterioro progresivo de la mayoría de los países deudores. Es más, los incumplimientos se retardaron el tiempo suficiente como para que los bancos pudieran erigir sus defensas mediante la provisión de reservas para pérdidas por préstamos y el incremento de su base de capital. En consecuencia, los atrasos en la región, aunque a veces perturbadores, no han constituido una amenaza vital para el sistema financiero o para la mayoría de los prestamistas individuales.

Aunque casi todos los países de América Latina han caído en algún tipo de moratoria, estos fenómenos se han estudiado relativamente poco. Ello obedece quizás al gran estigma que los círculos financieros atribuyen a la moratoria y al hecho de que las restricciones de pago han surgido gradualmente, casi siempre sin grandes aspavientos, y sin revestir gran amenaza para los sistemas financieros del Norte. En este documento introductorio se reseñará el problema de la moratoria en la región, con miras a llegar a algunas conclusiones provisionales acerca del por qué y del cómo han surgido las restricciones de pago y de su impacto sobre el ajuste económico y la renegociación de la deuda externa. Esta introducción se remitirá con frecuencia a las conclusiones de los estudios específicos que integran este libro.

## II. Surgimiento de la moratoria en América Latina y El Caribe

La conmoción que causaron los problemas del servicio de la deuda de México en 1982 se propagó al sistema financiero y provocó una restricción espectacular del crédito. Esto, sumado a la caída de los precios de exportación y a las altas tasas reales de interés, indujo a prácticamente todos los países de la región a intentar que sus acreedores aliviaran la carga de la deuda. La excepción más notable fue Colombia, país que se había ganado la reputación de ser extremadamente prudente en el manejo de la deuda, y cuyo perfil de endeudamiento relativamente benigno le permitió escapar a la ola de reprogramaciones.<sup>10/</sup>

Lo que resulta sorprendente en relación con 1982 es que con el desencadenamiento de la peor crisis financiera desde la década de 1930 no proliferaran los intereses atrasados (cuadros 1 y 2).<sup>11/</sup> Esto obedeció en gran parte a la amplitud de las medidas tomadas por el MIPUI. En efecto, las únicas fuentes de una seria acumulación de atrasos en 1982 — Bolivia, Costa Rica, Nicaragua y la República Dominicana —<sup>12/</sup> fueron en realidad manifestaciones de problemas del servicio de la deuda que habían surgido con los bancos y los países del Club de París antes de la gran crisis financiera. Además, el MIPUI incorporó a Costa Rica en la primera ronda de renegociaciones, y con ello ayudó a reducir sus atrasos hasta prácticamente eliminarlos en 1983.

Los atrasos aumentaron a fines de 1983, debido sobre todo a los acontecimientos en Argentina, el tercer deudor más grande entre los países en desarrollo (cuadro 1). Un gobierno militar había negociado un acuerdo de reprogramación en principio durante la primera ronda de estos ejercicios. Empero, éste no se materializó por no haberse cumplido las metas del FMI — que paralizaron a su vez el desembolso de préstamos no voluntarios— y por discrepancias con los bancos respecto a los detalles del propio acuerdo de reestructuración (Bouzas y Keifman, 1988). El rápido agotamiento de las reservas internacionales provocó atrasos con los bancos en octubre de 1983. La solución del problema se dejó en manos del nuevo gobierno democrático de Raúl Alfonsín, que asumió el mando en diciembre de ese año.

Las nuevas autoridades decidieron rechazar el oneroso acuerdo de reprogramación negociado con los bancos por el ex régimen militar; más aún, procuraron modificar las reglas del juego imperantes, muy favorables para el cartel de bancos, mediante una radicalización de las negociaciones de la deuda (Bouzas y Keifman, 1988). La acumulación constante de atrasos con la banca fue parte de la estrategia para obtener un trato mejor. El gobierno argentino desempeñó también un papel clave en la formación, a comienzos de 1984, de un grupo de deudores latinoamericanos —eventualmente apodado Consenso de Cartagena— que trató de estructurar una posición regional sobre algunos de los aspectos principales relativos a la crisis de la deuda.<sup>13/</sup> Por último, el país presentó incluso al FMI un programa de ajuste formulado unilateralmente (Machinea y Sommer, 1992).

Las negociaciones argentinas fueron el primer desafío público serio a las difíciles condiciones impuestas por los bancos y el MIPUI en las dos primeras rondas de reprogramaciones.<sup>14/</sup> Pero la gran presión de los bancos y el MIPUI, sumada a un panorama económico interno declinante y a la poca disposición de los otros grandes deudores a seguir la posición negociadora más radical de Argentina, llevó a que esta brega fuera perdiendo fuerza hasta cesar oficialmente a fines de 1984, cuando el país se unió al resto de la Región para suscribir la Tercera Ronda de Acuerdos de Reestructuración de la Deuda. Las nuevas condiciones ofrecidas a la Argentina fueron algo más generosas que las convenidas en la primera ronda de reprogramaciones, y establecieron también una modalidad para comenzar a eliminar la grave acumulación de intereses atrasados del país (cuadro 1). Sin embargo, los términos del nuevo acuerdo de reprogramación se aproximaron al patrón establecido por México a mediados de 1984 en su nuevo acuerdo con los bancos, que sólo se concretó tras negociaciones muy difíciles.<sup>15/</sup> Sin embargo, las concesiones otorgadas a México y a otros deudores contribuyeron a aislar a las recalcitrantes autoridades argentinas, así como a impedir toda posibilidad de que el Consenso de Cartagena se convirtiera en un cartel de deudores (Devlin, 1989).

Aunque gran parte de los esfuerzos desplegados en 1984 por los acreedores se concentraron en evitar un incumplimiento prolongado por parte del megadeudor que era Argentina, estaban surgiendo problemas para algunos de los países más pequeños de la región. Durante el primer semestre de 1984, el Gobierno de Belaúnde en Perú dejó de cumplir las metas acordadas con el FMI, lo que paralizó nuevos desembolsos por parte de esa organización y de

los bancos. Esto indujo a su vez el comienzo de una moratoria silente en un país que hasta entonces había sido uno de los deudores más colaboradores en la región. A fines de año, los intereses atrasados acumulados del gobierno representaban 14% del incremento de la deuda pendiente (cuadro 2).

Entre tanto, Bolivia formalizó su moratoria sobre el servicio de la deuda a los bancos y a los países del Club de París. Después de una reprogramación importante con los bancos en 1981, a fines de 1982 el país había comenzado nuevamente a rezagarse en sus pagos. Un acuerdo provisional suscrito con los bancos para normalizar los pagos evitó la moratoria. Sin embargo, en el último trimestre de 1983 el país dejó de efectuar un pago acordado. Esto fue seguido por otro acuerdo provisional para restablecer los pagos en 1984. Pero el colapso del mercado del estaño erosionó cualquier capacidad de pago remanente. En mayo, los bancos fueron informados de que el país no estaba ni siquiera en condiciones de efectuar pagos parciales. Fue así como, en junio, el gobierno de Siles Zuazo, en un pacto político con el poderoso sindicato laboral, la Central Obrera Boliviana (COB), anunció su intención de limitar el servicio de la deuda al 25% de las exportaciones. Asimismo, se sumó a la Argentina para impulsar una acción regional concertada sobre la deuda a través del Consenso de Cartagena (Cariaga, 1992). A fines de 1984 los atrasos en ese país representaban el 11% de la acumulación de la deuda (cuadro 2).

Durante 1984, Costa Rica tuvo nuevamente problemas con el FMI y su servicio a los bancos. Sin embargo, la suscripción de nuevos acuerdos con el Fondo y otros acreedores durante la Tercera Ronda de Renegociaciones le permitieron regularizar nuevamente sus pagos.

Los nuevos acuerdos de reprogramación le brindaron también a la República Dominicana la oportunidad de regularizar sus pagos. Honduras, en cambio, que había llegado a un acuerdo de reprogramación en principio con los bancos, se atrasó en los pagos debido a problemas con el FMI. Entre tanto, los problemas de pago del Paraguay con algunos países del Club de París, considerados en un principio de naturaleza temporal, comenzaron a asumir un carácter más permanente. Y, naturalmente, se abrigaban pocas esperanzas de que una Nicaragua assolada por la guerra revirtiera su sostenida acumulación de atrasos con casi todos sus acreedores (cuadro 2).

El éxito de la tercera ronda de reprogramación para contener los atrasos, junto con el fuerte crecimiento de la economía estadounidense en 1984, indujo a concluir a algunos, a comienzos de 1985, que el problema de la deuda se había superado (Héctor, 1985). Los frentes problemáticos que persistían se hallaban en algunos países pequeños como Bolivia, Nicaragua y Perú. Además, se esperaba que el más importante de éstos, el Perú, regularizara sus pagos tras la asunción de un nuevo gobierno a mediados de 1985. Sin embargo, en la medida en que avanzaba el año, surgieron serios problemas.

El peso constante de la deuda comenzó a despertar inquietud en México y Brasil, país que empezó a retener los pagos a los países del Club de París.<sup>16/</sup> Además, Cuba inició una campaña muy publicitada, sosteniendo que la deuda de la región era impagable y debía perdonarse. Mientras tanto, en el Perú el candidato presidencial favorito convertía al FMI y la carga excesiva de

la deuda en los temas centrales de su campaña política. Además, uno de sus primeros actos como presidente, tras una victoria arrolladora, fue formalizar y radicalizar la moratoria del Perú, anunciando que el país no recurriría al FMI y que limitaría también el servicio de la deuda pública al 10% del valor de sus exportaciones.

La tensión que emanó de estos acontecimientos explica tal vez el anuncio sorpresivo (e improvisado) del Plan Baker, en septiembre de 1985 (Devlin, 1989). El Plan abordó la preocupación de los países deudores por el estancamiento de sus economías y el entorno cada vez más restringido para el otorgamiento de nuevos créditos. En efecto, el nuevo enfoque prometía ajuste con crecimiento. Para lograrlo, el Tesoro de los Estados Unidos se comprometió a revitalizar los préstamos no voluntarios – que habían mermado notoriamente en la Tercera Ronda de Renegociación – para 17 países, en su mayoría de América Latina y el Caribe.<sup>17/</sup>

El Plan Baker fue, sin duda, una tentativa audaz de infundir nueva vida a una estrategia internacional de la deuda languideciente, e impedir que otros países de la Región siguieran el mal ejemplo del Perú. En este sentido, la estrategia funcionó hasta cierto punto en un comienzo, ya que las expectativas sobre los beneficios del nuevo plan sirvieron para moderar el debate en torno al tema de la deuda. Sin embargo, el Plan Baker marcó de hecho el comienzo de un serio quiebre en la gestión oficial del problema de la deuda.

El Plan tuvo un despegue difícil. A fines de 1985 muchos bancos habían descartado la posibilidad de un vuelco económico rápido en la región, y se hallaban también en mejor situación de absorber los retrasos en los pagos; por tanto, resistieron enérgicamente el otorgamiento de los nuevos préstamos concertados propuestos por Baker. En efecto, la reprogramación inicial del Plan en México sólo prosperó a mediados de 1986, tras una amenaza muy seria de moratoria en dicho país y la intervención directa del Presidente del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, quien literalmente informó a los bancos de su participación en un paquete de financiamiento concertado por 13.700 millones de dólares para dicho país.

Los bancos, molestos por la intervención oficial en sus asuntos, declararon que las condiciones comerciales más blandas y el dinero fresco otorgado a México constituían un caso especial.<sup>18/</sup> Las negociaciones en los demás países que pedían recibir el trato mexicano se detuvieron. El estancamiento contribuyó al crecimiento de la moratoria en la región.

La incapacidad para organizar un paquete adecuado de reprogramación/dinero fresco llevó a Costa Rica a caer nuevamente en una moratoria *de facto*, primero con algunos países del Club de París a fines de 1985 y luego con los bancos comerciales en 1986. Entre tanto, la acentuada caída de los precios del petróleo a fines de 1985 había puesto a dura prueba las finanzas de Ecuador. El gobierno de Febres Cordero era un objetivo predilecto del Plan Baker. Sin embargo, la incapacidad de allegar un paquete considerable de dinero fresco para este país agravó sus problemas de pago con los bancos y gobiernos acreedores. A comienzos de 1987, el problema de los atrasos era serio. Un violento terremoto en marzo de 1987, que averió el oleoducto trasandino

del país, transformó el atraso en los pagos en una suspensión formal del servicio de la deuda. En 1986, la República Dominicana volvió a atrasarse con los gobiernos del Club de París. Cuba se sumó también a la lista de países en moratoria con los bancos y los gobiernos acreedores, mientras que Paraguay, ya en atraso con ciertos gobiernos, comenzó también a rezagarse en los pagos a los bancos comerciales. En cambio, a mediados de 1986, Bolivia comenzó a liberarse de la moratoria mediante la negociación de una reprogramación con los gobiernos del Club de París que incluyó la regularización de los atrasos. Sin embargo, la deuda con los bancos siguió sin servirse.

Los acontecimientos en Brasil asestaron un fuerte golpe a la imperante estrategia de la deuda. El gobierno de Sarney, que había acumulado intereses atrasados con el Club de París entre enero de 1985 y abril de 1986, vio su situación externa erosionada por una severa reducción del excedente comercial del país a fines de 1986, debido a la excesiva demanda interna generada por el Plan Cruzado. El nuevo equipo económico se mostró escéptico frente al Plan Baker, y quiso redefinir las reglas del juego de la reprogramación. En enero de 1987, gracias a la favorable intervención del Secretario del Tesoro estadounidense Baker, se zanjó una prolongada disputa con el Club de París sobre el FMI, y se reprogramó las obligaciones con dicho grupo de acreedores sin suscribir un previo acuerdo contingente con esta última institución. Sin embargo, en febrero de 1987 el gobierno formuló una declaración sorpresiva de moratoria del servicio de la deuda bancaria.

Los acontecimientos mencionados en el período 1986-87 provocaron un alza abrupta de los intereses atrasados en la Región. La gran mayoría de los países (incluida Cuba) se hallaban seriamente atrasados en los pagos del servicio de la deuda (cuadro 2). Las cifras podrían haber sido mucho más abultadas si el anuncio de la moratoria brasileña no hubiera precipitado a los bancos a tomar medidas; para evitar que la moratoria tuviera imitadores, prácticamente echaron pie atrás en las negociaciones y despacharon en seguida una rápida serie de reprogramaciones en Argentina, Chile, Uruguay y Venezuela.

La acumulación de atrasos en 1987, y en particular la moratoria brasileña, junto con consideraciones de competencia en el mercado, impulsaron a los bancos a aumentar notoriamente sus reservas para pérdidas por préstamos. Citicorp encabezó la tendencia, y en mayo de 1987 anunció que aumentaría esas reservas en 150%. Además, este aumento de las reservas movió a la banca a formular la primera comunicación de pérdidas generalizadas desde la Gran Depresión.<sup>19/</sup> Pero lo importante es que éstas fueron pérdidas controladas que mejoraron la capacidad negociadora de los bancos e indicaron su capacidad de sobrellevar las amenazas de moratoria, así como de competir con otras instituciones financieras.<sup>20/</sup>

Las cambiantes políticas internas y un programa económico menoscabado contribuyeron a que la moratoria brasileña perdiera su impulso en el último trimestre del año. Por ende, aunque los atrasos habían alcanzado formalmente niveles sin precedentes a fines de 1987, un acuerdo preliminar con los bancos en diciembre abrió de hecho las perspectivas de un panorama más regular de servicio de la deuda en 1988.

En efecto, 1988 comenzó con auspicios algo más favorables para los acreedores. A comienzos de año Bolivia —utilizando fondos donados— organizó la recompra de la mitad de su deuda bancaria a 11 centavos por dólar. No obstante, siguieron pendientes los atrasos con aquellos bancos que se negaron a aceptar la oferta de recompra. En junio, Brasil firmó también un acuerdo global de reestructuración con los bancos.

Empero, en la Argentina el deterioro de la balanza de pagos y el desembolso tardío de préstamos de los bancos y el FMI (debido a problemas con el cumplimiento de la condicionalidad) habían creado una posición de pagos más bien precaria con todos los acreedores durante el segundo semestre de 1987. Con medidas provisionales, entre las que figuraban algunos préstamos puente de emergencia, se evitó una moratoria *de facto*. No obstante, la falta de financiamiento externo adecuado y predecible tornó insostenible la situación de pagos; en abril el país inició una moratoria *de facto* sobre el servicio de la deuda bancaria y ciertas obligaciones bilaterales. Los atrasos con los gobiernos del Club de París se regularizaron en gran medida mediante una reprogramación a fines de 1989; entre tanto los atrasos con los bancos siguieron acumulándose y llegaron a 7.000 millones de dólares a fines de 1990 (cuadro A1 del Anexo). También se abrió un nuevo frente de problemas en Panamá donde la lucha política interna erosionó una posición de pagos ya de por sí precaria. En efecto, en 1988 este país había iniciado una moratoria *de facto* que afectaba a casi todos los créditos y proseguiría en la década de 1990. En suma, en contraste con las expectativas, el panorama de los atrasos no mejoró en 1988 ya que las regularizaciones en ciertos países fueron contrarrestadas por problemas en otros países (cuadros 1 y 2).

El año 1989 comenzó con el anuncio de otra nueva estrategia de la deuda: el Plan Brady. El Plan prometía el apoyo público financiero e institucional concertado para la reducción voluntaria de la deuda bancaria.<sup>21/</sup> Pero lo que interesa para nuestros fines es que introdujo además una postura oficial nueva y más flexible sobre los atrasos con los bancos. Se recuerda que el programa oficial de gestión había dispuesto que los acuerdos del país deudor con el FMI y los bancos debían ser objeto de condicionalidad cruzada. Sin embargo, el Plan Brady estableció nuevas reglas del juego que posibilitaron en principio desvincular, sobre una base caso por caso, un programa con el FMI y otros programas oficiales de préstamo de un acuerdo previo sobre la deuda con los bancos. Entre otras cosas, el nuevo enfoque permitió la tolerancia oficial temporal de los atrasos cuando los países estaban dispuestos a negociar un programa de ajuste con el Fondo. Esta estrategia representó de hecho la generalización de una política que se había experimentado discretamente con Bolivia y Costa Rica, dos países en moratoria con los bancos desde 1984 y 1986, respectivamente.

La nueva política entró en aplicación de inmediato. A comienzos de 1989 México —al día en el servicio de su deuda— inició un programa de ajuste con el FMI y una reprogramación con el Club de París antes de alcanzar un acuerdo con los bancos para una reducción de la deuda al estilo Brady.<sup>22/</sup> Ese mismo año, la Argentina y Ecuador suscribieron acuerdos con el Fondo, pese a que se hallaban muy atrasados con los bancos. Sin embargo, ambos países

acordaron servir parcialmente su deuda bancaria: Argentina se comprometió a pagar 40 millones de dólares mensuales y Ecuador 13 millones de dólares, es decir, el equivalente a alrededor de un tercio del servicio programado. También regularizaron sus atrasos con los gobiernos del Club de París mediante nuevos acuerdos de reprogramación. A su vez, Costa Rica y Bolivia siguieron contando con el amparo oficial para sus prolongados atrasos con los bancos, mientras el primero negoció un paquete al estilo Brady y el segundo organizó la recompra financiada por donantes de otro cuarto de su deuda bancaria (a 11 centavos por dólar). Por último, hacia fines de año Brasil cayó discretamente en una segunda moratoria *de facto* con los bancos. La República Dominicana hizo lo mismo.

Aunque el problema de los atrasos en la región afectó a todo tipo de acreedores, alrededor de tres cuartos de las obligaciones impagas eran con los bancos comerciales. Después de su desagradable experiencia con el FMI en las negociaciones mexicanas, los bancos decidieron pasar a la ofensiva contra la nueva política que desvinculaba los préstamos comerciales del problema de los atrasos con los prestamistas comerciales. En efecto, en mayo de 1990 los prestamistas comerciales patrocinaron un informe destacado que señalaba textualmente que los atrasos no eran la vía adecuada (Instituto de Finanzas Internacionales, 1990). Los prestamistas comerciales aumentaron la presión durante el resto de 1990 a medida que se acumulaban atrasos considerables en Brasil y el nuevo gobierno de Collor endurecía su posición negociadora sobre la deuda externa.

Aunque los intereses atrasados se acumularon rápidamente en Brasil —llegando a casi 10 mil millones de dólares a fines de 1990— otros países progresaron en sus negociaciones. Costa Rica concluyó un acuerdo de reducción de la deuda conforme al Plan Brady que incluyó la reprogramación de todos los atrasos. Venezuela, que a comienzos de año había venido acumulando atrasos al amparo del FMI, también negoció un acuerdo de reducción de la deuda con los bancos. Se suscribió otro acuerdo en Uruguay (al día en el servicio de la deuda), mientras que Chile (también al día) prefirió reprogramar su deuda bancaria.<sup>23</sup> Mientras tanto, la Argentina aumentó el servicio de la deuda a los bancos a 60 millones de dólares mensuales.

Al mismo tiempo se introdujeron también nuevos mecanismos para ocuparse de los atrasos con los prestamistas multilaterales. Un grupo consultivo gubernamental proporcionó préstamos puente a Honduras para ayudarlo a eliminar los atrasos con esos prestamistas y se iniciaron negociaciones para formar grupos oficiales de apoyo con fines similares para Perú y Nicaragua. Además, el Perú reanudó el servicio de la deuda a los prestamistas multilaterales, lo que por lo menos congeló sus intereses atrasados con esas instituciones a unos 500 millones de dólares. Luego, en 1991, Nicaragua y Perú concretaron sus acuerdos con los Grupos de Apoyo, y los dos países también firmaron un acuerdo de regularización en el marco del Club de París (O'Connell, 1992).

A fines de 1990, también resultó evidente que la presión que ejercían los bancos estaba rindiendo algunos frutos. Brasil observó que sus atrasos con los prestamistas comerciales contribuía a generar problemas para suscribir un

acuerdo con el FMI. Además, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) comenzaron a condicionar sus préstamos a la concreción de un acuerdo con los bancos respecto a los atrasos acumulados. La presión oficial influyó para que el Brasil llegara a un acuerdo con los bancos a comienzos de 1991. En efecto, el gobierno brasileño acordó pagar en efectivo 2 mil millones de dólares de atrasos de intereses, acumulados hasta fines de 1990, y convertir el saldo remanente de intereses en mora (6 mil millones de dólares) en bonos con un vencimiento de 10 años cuando el país lograra un acuerdo tipo Brady con la banca, quizá en 1992 (de Freitas, 1992). En efecto, los acontecimientos en Brasil — que volvieron a vincular los préstamos oficiales a un acuerdo previo con los bancos — señalaron un retroceso del aspecto tal vez más innovador del Plan Brady.

Mirado desde otra perspectiva, se espera que la pragmática zona gris de pagos establecida por el Plan Brady no esté desapareciendo a favor de la perspectiva más en blanco y negro de los bancos comerciales. Tal como lo declaró recientemente el Director del Instituto de Finanzas Internacionales, una organización de la comunidad bancaria: “Sin embargo, el sistema no puede funcionar para aquellos países que optan por desconocer sus normas ... Existe un solo criterio: o uno cumple sus obligaciones contractuales o no las cumple.” (*LDC Debt Report*, 1991).

### III. Antecedentes estructurales de la moratoria en la región

La crisis de la deuda que se propagó por América Latina y el Caribe a comienzos de la década de 1980 fue una de las características especiales de la recesión mundial de 1980-83. Sin embargo, aunque la economía mundial se recuperó de ese revés, persistió el problema de la deuda de los países latinoamericanos. Es más, como se acaba de señalar, en sus esfuerzos por salir de este problema, la mayoría de los países entró en una moratoria formal o *de facto* sobre el servicio de su deuda externa. Sostenemos que estos problemas de pagos, así como el enorme endeudamiento de la década precedente, deben interpretarse teniendo como telón de fondo los desequilibrios estructurales que han caracterizado, en cada caso nacional, el desarrollo de las economías latinoamericanas y que se han visto agravados también por la propia crisis.

Krueger (1987) señala que hay varias explicaciones acerca de qué anduvo mal a comienzos de los años ochenta: unas se centran en la insostenibilidad de la acumulación de la deuda en los años setenta (con lo que implícitamente culpan a las políticas de los países deudores); otras apuntan a los cambios imprevistos de las condiciones económicas mundiales a comienzos de los años ochenta; y otras se centran en la renuencia o incapacidad de los países en desarrollo para adaptarse a las realidades económicas más duras de la década de 1980.

Concordamos con esta caracterización, así como con la postura de Krueger, en el sentido de que lo importante es qué ponderación se debe atri-

buir a cada uno de estos factores. Sin embargo, añadimos una advertencia importante: el reproche a las políticas internas — tanto por su papel en la acumulación de una deuda insostenible como por su incapacidad para ajustarse — en definitiva debe entenderse en el contexto de la persistencia de los desequilibrios estructurales; lo inadecuado de muchas de las condiciones impuestas por los prestamistas multilaterales; la extrema miopía de los bancos acreedores, y las restricciones políticas internas a la adopción de políticas económicas eficaces. En otras palabras, en vez de pensar en una política económica algo etérea, donde la adecuación para resolver los desequilibrios económicos debe reprocharse o elogiarse de plano sobre bases técnicas, concebimos que las respuestas de la política económica se dan no sólo en medio de desequilibrios estructurales — y, por ende, difíciles de resolver —, sino también en el contexto de regímenes normativos condicionados institucionalmente, donde la propia reforma es parte, en último término, de los cambios estructurales necesarios. Además, esta reforma confronta una serie de intereses políticos que apoyan o rechazan cada medida normativa.

Por ende, nuestro punto de vista es de que la acumulación de la deuda se originó esencialmente en las tendencias estructurales de la mayoría de las economías latinoamericanas para acomodar los desequilibrios externos, de ahorro y fiscales, que se hipertrofiaron durante los años setenta, cuando un entorno financiero internacional permisivo indujo una expansión masiva de la liquidez. Naturalmente, la historia de la acumulación de la deuda no es unilateral ya que los formuladores de políticas de la Región no fueron las víctimas inocentes de los bancos comerciales corruptores. Por una parte, los regímenes comerciales, cambiarios, macroeconómicos y de política fiscal existentes en la mayoría de los países fueron funcionales para que operara un estilo de desarrollo estructuralmente desequilibrado (Altimir, 1990); a su vez, las medidas de política sacrificaron con frecuencia la estabilidad fundamental en aras de las ventajas políticas de corto plazo bajo el manto benigno de un endeudamiento externo creciente.

A fines de la década de 1970 varios países latinoamericanos (Brasil, Bolivia, México y Perú) habían alcanzado ya un coeficiente deuda/exportaciones muy elevado,<sup>24/</sup> (cuadro 3) mientras que otros (Argentina, Chile y Uruguay) mantenían sus coeficientes en niveles razonables, pero con tasas de crecimiento económico insatisfactorias. Otros (Costa Rica, Ecuador y Venezuela) estaban alcanzando un crecimiento satisfactorio del PNB, con una deuda pendiente todavía en niveles relativamente reducidos, pero con su solvencia a mediano plazo en peligro debido a que su deuda crecía con mayor rapidez que sus exportaciones.<sup>25/</sup> (Véase Krueger, 1987). En todo caso, sea como fuere, la mayoría de los países latinoamericanos (con la notable excepción de Colombia) encaraban la insostenibilidad externa de su crecimiento económico, como lo observaron por entonces algunos analistas (CEPAL, 1978).

Pero la sostenibilidad de la acumulación de la deuda tenía otro aspecto: el fiscal. En 1980, la deuda pública y aquella con aval del Estado representaban más de la mitad de la deuda externa de la mayoría de los países latinoamericanos (cuadro 4). Por otra parte, en algunos casos la deuda externa pública ya era mayor que el monto total del ingreso fiscal anual. Además, la

deuda pública aumentaba a tasas muy superiores a las tasas de expansión del ingreso fiscal, lo que indicaba una insolvencia fiscal latente.

Con este trasfondo, los acontecimientos de la economía internacional entre 1979 y 1982 agravaron la situación vulnerable de los países de la Región. El alza del petróleo de 1979 indujo tanto un nuevo aumento de la liquidez internacional como respuestas de política económica en los países de la OCDE que controlaron las presiones inflacionarias, sobre todo mediante la restricción de la oferta monetaria. El resultado fue una severa recesión a escala mundial, en que las tasas de interés real se encumbraron a los máximos niveles de la posguerra. La caída consiguiente de los precios de los productos básicos, sumada al alza del petróleo, deprimió aún más las relaciones de intercambio de los países importadores de petróleo, los que llegaron a su nivel más bajo desde el decenio de 1930.

La actitud de los bancos comerciales y las respuestas de las políticas nacionales ante estos acontecimientos agravaron la situación imperante en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe. Algunos bancos, con grandes reservas líquidas, trataron nuevamente de reciclar sus petrodólares hacia los países en desarrollo. Tal como en la anterior crisis petrolera de 1973-74, la mayoría de los países importadores de petróleo en la Región interpretaron sus dificultades como una crisis de liquidez, y recurrieron a un mayor endeudamiento para superar lo que consideraban restricción transitoria.<sup>26/</sup> Los países exportadores de petróleo también aprovecharon la oferta permisiva de crédito para seguir endeudándose, pero basándose en la hipótesis contraria de que la bonanza de sus precios de exportación tenía una base permanente (Bianchi, Devlin y Ramos, 1987).

Así, en 1982 se hallaba montado el escenario para el desarrollo de una gran crisis regional. La mayoría de los países se hallaban ya muy endeudados (las deudas de la Argentina, Brasil, Costa Rica, Chile y México triplicaban con creces el valor de sus exportaciones) y con pagos de intereses que sobrepasaban el umbral crítico de 20% de sus exportaciones (y más de 40% e incluso 50% en los casos señalados antes).<sup>27/</sup> Por otra parte, la recesión mundial y la política monetaria de la OCDE mantuvieron el crecimiento de las exportaciones — incluso de los países exportadores de petróleo — muy por debajo del nivel de las tasas de interés nominal (Cline, 1984). Un hecho al parecer decisivo, pero menos notorio, es que los gobiernos deudores, que representaban al menos un tercio y a menudo más de la mitad de toda la deuda externa pendiente (cuadro 4), ya soportaban pagos de intereses del orden del 7% al 10%, e incluso 17% (México) o 30% (Costa Rica y Ecuador) de sus ingresos públicos corrientes<sup>28/</sup> (cuadro 5). Además, ese endeudamiento público crecía con mayor rapidez que el ingreso público, espoleado por déficit fiscales crecientes.

Se reitera que el estrés financiero de la región se convirtió en una crisis de proporciones en 1982, cuando la moratoria mexicana desató el pánico en el mercado. En este ámbito, incluso los deudores más responsables pasaron a ser considerados por los banqueros como otros ejemplos de economías semicolapsadas dentro de un conjunto de mala reputación. La afluencia de nuevos créditos prácticamente se detuvo, y con la suspensión del proceso de refinan-

ciamiento casi todos los deudores con compromisos importantes con los bancos encaraban una situación de incumplimiento *de facto* (CEPAL, 1990a).

Con esto, el financiamiento del desarrollo latinoamericano experimentó un gran cambio estructural. La afluencia neta de fondos se revirtió súbitamente debido a que la oferta sostenida de crédito de antes pasó a ser una demanda efectiva de reembolso. Los países con un coeficiente de refinanciamiento muy inferior a la unidad entre 1980 y 1981, lo que indicaba que su servicio de la deuda había sido financiado ampliamente mediante nuevos desembolsos (como Argentina, Chile o Ecuador), o en torno a la unidad (como Bolivia, Brasil o Costa Rica), sufrieron una violenta elevación de sus coeficientes, pues el nuevo financiamiento era insuficiente para cubrir el incremento del servicio de la deuda (cuadro 6).

Además, los agentes económicos habían previsto la crisis de pagos, lo que provocó salidas netas no registradas de capital privado durante el período 1981-82, ascendentes a 45.000 millones de dólares, es decir, más de 20% de las exportaciones regionales. Cuando en 1983 la transferencia neta de crédito a la región también se volvió negativa como consecuencia del quiebre del proceso de refinanciación, los países de la región comenzaron a transferir alrededor de 30.000 millones de dólares anuales, o sea, 25% a 30% de las exportaciones regionales (CEPAL, 1990a).

Durante la crisis, muchos países experimentaron la merma de sus reservas internacionales hasta representar menos de tres meses de importaciones y algunos (como México y Uruguay) menos de un mes (cuadro 7).

Ante tal predicamento, los países de la Región se vieron obligados a ajustar sus cuentas externas con dolorosa rapidez. En la medida en que los pagos de intereses se consideraran inevitables, la balanza comercial tenía que ajustarse forzosamente. Además, en vista de que el crecimiento de las exportaciones estaba limitado —en el corto y el mediano plazo— por las capacidades productivas y de comercialización, así como los vaivenes de los mercados mundiales de productos básicos, el ajuste tenía que basarse sobre todo en la contracción de las importaciones y la paralización consiguiente del crecimiento económico.

En realidad, la región en su conjunto produjo excedentes comerciales de más de 30.000 millones de dólares anuales en el período 1983-85, y redujo sus importaciones a menos de 60.000 millones de dólares, en comparación con 90.000 millones de dólares en 1980. Muchos países redujeron sus importaciones a un 80% de las exportaciones, mientras que algunos (Argentina, Brasil, Ecuador, México y Venezuela) las contrajeron a menos de dos tercios. Sólo Costa Rica pudo mantener su balanza comercial más o menos equilibrada, mientras que Colombia consiguió un ajuste gradual y sostenible (cuadro 8).

Este ajuste externo masivo basado en la compresión de las importaciones fue para algunos países claramente insostenible a la larga. Pero fue en el frente fiscal, que a diferencia del sector externo no está sujeto al ajuste automático, donde muchos de ellos comenzaron a empantanarse. Al estallar la crisis, la deuda externa pública en algunos países (Argentina, Ecuador, México y Perú) era mucho mayor que el ingreso público corriente; en Costa Rica y Bo-

livia, era 3,7 veces y 7,9 veces el ingreso corriente, respectivamente (cuadro 9). Durante la crisis el endeudamiento externo público se aceleró, impulsado tanto por los acuerdos de capitalización de intereses como por la asunción pública forzosa de gran parte de la deuda externa privada que se había contraído originalmente sin garantía del gobierno.<sup>29/</sup> En 1985, sólo en Venezuela la deuda externa pública equivalía aproximadamente al ingreso fiscal; en Brasil y Colombia era 40% mayor que éste y en la mayoría de los países el coeficiente deuda externa pública/ingreso fiscal era cercano o superior a dos; en Perú, este coeficiente era superior a tres, y en Bolivia cercano a seis (cuadro 9).

Los intereses devengados sobre la deuda pública pendiente aumentaron considerablemente durante la crisis. En 1980 representaban proporciones moderadas del ingreso fiscal corriente: poco más de 2% en Argentina, entre 4% y 10% en la mayoría de los demás países y 13% en Perú, con la excepción de Bolivia en que era 20%. En 1982 en algunos países esta proporción se había duplicado o triplicado. En 1985 los intereses devengados ascendían ya a 11% del ingreso corriente en Brasil y Colombia, entre 15% y 20% en Argentina, Chile, Ecuador, México y Uruguay, 22% en Perú y 39% en Bolivia <sup>30/</sup> (cuadro 5).

Así, los intereses devengados sobre la deuda externa pública pasaron a ser la fuerza principal que provocó los déficit del sector público. Salvo Costa Rica y Venezuela — que tenían excedentes fiscales — en 1985 los intereses devengados representaban al menos entre la mitad y dos tercios de los déficit del sector público, y en algunos casos (Bolivia, Ecuador, Chile y Uruguay), habían sobrepasado a un déficit público menguante (cuadro 10).

El hecho de que entre 1982 y 1984 la mayoría de los países de la Región encaraba las consecuencias de la suspensión, por parte de sus acreedores, de la refinanciación del servicio de la deuda pública, vino a agravar esta mayor carga. Brasil y Perú aplazaron la reversión del flujo de fondos hasta 1985, y Colombia logró mantener un coeficiente de refinanciamiento favorable hasta 1987. El gobierno de Chile se benefició de una afluencia positiva de fondos durante el período 1982-85 (cuadro 11).

Estos procesos involucraron reversiones cuantiosas de la afluencia neta de recursos entre los gobiernos y sus acreedores externos. Muchos gobiernos habían recibido antes de la crisis una transferencia externa neta que oscilaba entre 6% y 8% de su ingreso corriente. Durante los años de la crisis, la transferencia neta de recursos externos se volvió negativa para la mayoría de los gobiernos latinoamericanos, lo que representó proporciones significativas de sus ingresos. Esto representó un reversión de recursos equivalente al 9% del ingreso público corriente para Brasil, 12% para Ecuador y Venezuela, 14% para Argentina, 17% para México y Uruguay y 18% para Colombia (desde 1987). En cambio, los gobiernos de Chile y Perú experimentaron transferencias externas netas negativas en los años inmediatamente anteriores a la crisis, las que se volvieron muy positivas entre 1982 y 1984, sólo para volverse nuevamente negativas desde 1985 (cuadro 12).

En tales circunstancias, la estabilidad macroeconómica fundamental y el servicio de la deuda externa exigen no sólo que el país pudiera producir un

excedente comercial equivalente a la transferencia de recursos financieros al exterior, sino también que el sector público obtuviera un excedente primario paralelo (es decir, antes del pago de intereses) que le permitiera obtener los recursos para financiar la transferencia pública. Según se ha señalado en otras publicaciones (CEPAL, 1989), en los países en que el sector público es propietario de las principales industrias de exportación hay una conexión directa entre la capacidad de la economía para sostener una transferencia neta de recursos al exterior y la capacidad de financiamiento del sector público: los balances externo y fiscal tienden a evolucionar juntos. En cambio, en los países donde el sector privado es el propietario de las exportaciones principales, incluso aunque el excedente comercial pueda proporcionar la base para transferir recursos al exterior, el gobierno deudor tiene que allegar internamente los recursos para cubrir sus mayores gastos.

El éxito relativo para el logro de este objetivo ha estado determinado por dos factores: la situación fiscal antes de las conmociones externas y las repercusiones del ajuste externo sobre el presupuesto público (Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel, 1990). Estos, a su vez, variaron de un país a otro, según la cuantía del endeudamiento público, el balance de pagos del sector público (estructuralmente diferente para los gobiernos que poseen recursos exportables que para aquellos que no los tienen), y en la disposición de los acreedores a mantener los flujos de financiamiento al sector público durante la crisis.

Entre los propietarios de recursos naturales, el gobierno de Chile ya había alcanzado un excedente fiscal primario antes del estallido de la crisis. Los efectos de las conmociones de 1983 y 1984 sobre el presupuesto público y las cuentas externas fueron amortiguados por un amplio financiamiento externo neto otorgado al gobierno. Desde 1985 en adelante Chile pudo recuperar paulatinamente su excedente fiscal mediante un ajuste sistemático, apoyado por un financiamiento externo constante. Venezuela también ingresó a la crisis con un excedente fiscal; tras una caída en 1982, el gobierno pudo mantener casi siempre una posición excedentaria, vinculada estrechamente con las fluctuaciones de sus ingresos petroleros.

México, Bolivia, Ecuador y Perú ingresaron a la crisis con déficit fiscales cuantiosos. México sufrió un ajuste fiscal abrumador, sin gran apoyo externo, que en 1986 perdió el rumbo. Se recuerda que la reprogramación de la deuda ese año, al borde de una moratoria formal, significó para el gobierno un nuevo financiamiento externo en 1987. Las autoridades iniciaron un nuevo y exitoso ajuste fiscal en 1988. Con posterioridad, la restricción del financiamiento externo se alivió, como consecuencia del retorno de la confianza en México y la renovación de las afluencias de capital, a lo que contribuyeron la privatización de la banca, las expectativas de una zona de libre comercio con los Estados Unidos y los efectos simbólicos de ser el primer cliente elegido para suscribir un acuerdo de reducción de la deuda estilo Brady.<sup>31/</sup>

El Ecuador también experimentó un ajuste fiscal importante en 1984-85, el que disminuyó tras la caída de los precios del petróleo en 1985, y desapareció en 1987, luego que la capacidad exportadora, perjudicada por el terremoto, afectara la balanza externa y la fiscal y condujera al país a la moratoria.

Bolivia consiguió postergar la moratoria formal hasta 1984, cuando la acumulación de los desequilibrios externos, la carga insostenible de la deuda externa pública y la caída de los precios de exportación llevaron a la hiperinflación y al colapso económico y fiscal. Una moratoria selectiva, junto con el ajuste fiscal draconiano iniciado en 1985, seguido después por una actitud de apoyo de los acreedores oficiales y la recompra, en 1988, de la mitad de su deuda bancaria, permitieron que el país mantuviera una estabilidad macroeconómica relativa (Cariaga, 1992).

La situación de déficit fiscal del Perú anterior a la crisis mejoró durante 1984-85, mientras se produjo el ajuste externo y el gobierno continuó recibiendo financiamiento externo neto, en el contexto de una moratoria *de facto*. La decisión política del nuevo gobierno de formalizar y radicalizar la moratoria privó al sector público de nuevo financiamiento externo. Pero sólo cuando los desequilibrios fiscales y externos inducidos por las políticas impulsaron la economía a la hiperinflación la estabilidad económica corrió serio peligro.

Aunque Colombia no es un país propietario de recursos naturales, su sector público tiene acceso directo a las divisas a través del Fondo (compensatorio) del Café, y últimamente gracias al crecimiento de las exportaciones de petróleo y carbón. En 1981-83, los déficit comercial y fiscal fueron abultados, pero la deuda externa pública y su servicio se mantuvieron en niveles relativamente reducidos. La gestión macroeconómica acertada y el financiamiento externo neto estable para el sector público (al menos hasta 1986), permitieron que el país efectuara ajustes externos y fiscales graduales.

Muy distinta ha sido la situación de los gobiernos que no son propietarios de recursos naturales. En la Argentina, el abultado déficit fiscal previo a la crisis se expandió aun más con la asunción del sector público de la deuda externa privada y el alza de las tasas de interés internacionales. Aunque se obtuvieron excedentes comerciales considerables entre 1982 y 1985 gracias a un rápido ajuste externo, el gobierno no pudo elevar la carga tributaria ni reducir el gasto público en la medida necesaria para servir la creciente deuda pública. Después de haberse abandonado la moratoria estratégica de 1983-84, el programa de estabilización (Plan Austral) logró reducir el déficit fiscal y obtener algunos préstamos externos nuevos no voluntarios. Cuando la situación se deterioró en ambos frentes, junto con las expectativas y presiones inflacionarias, se produjo una moratoria *de facto* en 1988 (Machinea y Sommer, 1992).

Brasil sorteó la crisis de pagos de 1982 y soportó la carga de su deuda externa merced a la obtención de enormes excedentes comerciales. La existencia de importantes excedentes fiscales primarios hasta 1986 permitieron que el gobierno manejara la carga creciente de los pagos de intereses sobre el presupuesto público. Sin embargo, la reversión del financiamiento externo neto al sector público en 1985 gravitó aún más sobre una balanza fiscal que ya se deterioraba. En tales circunstancias, el enorme déficit — espoleado ahora también por la carga creciente de los intereses sobre la deuda pública interna— y la merma del excedente comercial precipitaron la moratoria de 1987. Aunque la moratoria se levantó al año siguiente, el deterioro de la situación fiscal y la inflación acelerada condujeron a la segunda moratoria en 1989.

La situación fiscal en Uruguay había sido relativamente estable antes de la crisis y volvió a controlarse paulatinamente, lográndose incluso excedentes primarios a contar de 1985. El excedente comercial permanente permitió la transferencia externa de recursos, pero la dificultad del estado uruguayo para captar internamente los recursos correspondientes se refleja decididamente en el elevado impuesto que le ha significado la inflación. En tales circunstancias, la estrategia para evitar una moratoria se explica mejor por la considerable proporción de depósitos en dólares en el sistema financiero y la meta de mantener la condición de centro financiero regional.

Costa Rica, tenía una balanza comercial casi equilibrada, un excedente fiscal primario contundente y abundante financiamiento externo neto de su sector público. Su moratoria se explicaría por las exigencias políticas de lograr el ajuste necesario sin perjudicar mayormente el nivel de actividad económica.

Este análisis sugiere que el drama regional de salir del paso del prolongado problema de la deuda y de las moratorias que sobrevinieron se entiende mejor como un relato de **gobiernos deudores** en medio de una crisis financiera sistémica que como uno de **países deudores** que tratan de ajustarse a una nueva situación económica internacional. Por cierto que la restricción externa estuvo en el primer plano de la crisis de pagos, y que el desempeño de las exportaciones de cada país siguió siendo la plataforma esencial desde la cual abordarla. Pero el servicio de la deuda recayó sobre todo en los hombros del **sector público**,<sup>32/</sup> lo que agravó el déficit fiscal y las necesidades de ajuste fiscal.

De esta situación emanan al menos cuatro consecuencias. Primera, el racionamiento crediticio al país ha consistido, de hecho, en un racionamiento al **sector público**, de los fondos de financiamiento que necesita; por ende, el papel del financiamiento oficial multilateral o bilateral ha sido mucho más estratégico que lo que sus montos podrían sugerir (O'Connell, 1992). Segunda, los equilibrios fiscales subyacentes, después de haberse acumulado los intereses sobre la deuda externa pública, han sido decisivos para sortear con éxito el problema de la deuda sin recurrir a la moratoria. Tercera, la capacidad del sector público —basado en que es propietario de las exportaciones— para recaudar ingresos de exportación sin transferencia interna y destinarlos al servicio de la deuda ha sido también decisiva. Cuarta, las perspectivas de financiamiento fresco, sumadas a la tolerancia política para los ajustes al estilo FMI y las pérdidas del producto también entraron en el cálculo de la moratoria. Por último, las consideraciones estratégicas en la negociación de la deuda podrían ser también un factor importante.

#### IV. Administración de la moratoria

Una moratoria tiene que administrarse de algún modo. Cabría esperar que la complejidad de esa administración variara según las circunstancias. Una moratoria planificada debería tener una administración más tecnificada que una

que surge súbitamente debido a una carga imprevista de pagos y/o al colapso de la política económica. Mientras más conflictiva sea una moratoria más complicada será su gestión. Asimismo, cabría esperar que mientras más se prolongue una moratoria más refinada será su gestión. Todas estas observaciones están avaladas en mayor o menor medida por la experiencia de los países.

### 1. El tenor de la moratoria

La inmensa mayoría de las moratorias en América Latina han sido tranquilas y discretas. Esto ha ocurrido incluso en la estrategia de regímenes revolucionarios como Cuba y la Nicaragua Sandinista.<sup>33/</sup>

La estrategia más conflictiva fue la adoptada por el gobierno de García en Perú. Este heredó una moratoria tranquila sobre el servicio de la deuda a los bancos, los gobiernos y los proveedores. Durante su campaña presidencial García había advertido que su país no podía permitir que su crecimiento se viera comprometido por la deuda externa y las políticas recesivas del FMI. Aun así había indicado informalmente a los bancos que estaba dispuesto a renegociar la deuda (Figueroa, 1992). Por ello, fue una sorpresa para la comunidad financiera cuando el Presidente, al asumir el cargo en julio de 1985, anunció públicamente que durante los próximos 12 meses su país limitaría unilateralmente el servicio de la deuda pública de mediano plazo al 10% de las exportaciones del país. Con posterioridad la retórica del gobierno se endureció y las reuniones con los acreedores se volvieron esporádicas y conflictivas. Las esperanzas de una solución se esfumaron cuando el gobierno anunció que la fórmula del 10% se renovarían en julio de 1986 e incluiría también a la deuda de mediano plazo del sector privado.

Las dos moratorias de Brasil con los bancos jamás bordearon el alto perfil registrado en Perú. No obstante, involucraron desafíos obvios y directos a la estrategia oficial de la deuda. La primera etapa de la moratoria de 1987, administrada por el Ministro Funaro, fue de tono algo agresivo y no articuló sus objetivos con mucha claridad, ni ofreció a los bancos muchas alternativas.<sup>34/</sup> La administración de la segunda etapa que se inició en mayo de ese año bajo la égida de un nuevo Ministro, Bresser Pereira, fue bastante más constructiva; no obstante, las autoridades impugnaron también abiertamente la fórmula estándar de reprogramación/dinero nuevo del Plan Baker. El equipo insistió en que un acuerdo tenía que respetar la capacidad de pago de Brasil (2,5% del PNB) y propuso finalmente el canje obligatorio de alrededor de la mitad de la deuda bancaria del país, ascendente a 70.000 millones de dólares, en bonos con 30% a 40% de descuento. Dada la fuerte resistencia de los bancos al Plan, se estudió también la posibilidad de imponerlo unilateralmente (de Freitas, 1992). Sin embargo, la propuesta, y la moratoria, perdieron impulso en septiembre cuando el Ministro fue informado personalmente por el entonces Secretario del Tesoro estadounidense Baker que el plan de pago brasileño era un "mortinato" (*"non starter"*).

A fines de septiembre el país había llegado a un entendimiento con los bancos para eliminar los atrasos mediante un acuerdo provisional que sería el

preludio de un programa con el FMI y un paquete de reestructuración de la deuda con el FMI. No obstante, a fines de año las autoridades comenzaron a reevaluar su posición negociadora y reconsideraron la posibilidad de imponer unilateralmente el canje de deuda por bonos (de Freitas, 1992). Empero, a medida que los acontecimientos se materializaron el Ministro Bresser Pereira renunció en diciembre y su sucesor, Mailson da Nobrega, condujo tranquilamente al Brasil a un acuerdo de reestructuración más bien convencional en junio de 1988.

Lo paradójico es que la segunda moratoria de Brasil la inició Mailson da Nobrega, el mismo que puso término a la primera. Además, la segunda se inició con tanta tranquilidad como terminó la primera. La posición de liquidez del gobierno se había venido deteriorando a medida que los bancos privados y el FMI retenían los desembolsos de nuevos préstamos debido a la incapacidad del país para cumplir con la condicionalidad del Fondo. En julio de 1989 el gobierno comenzó a rezagarse en algunos pagos. El Ministro puso en claro que si no se alcanzaba un acuerdo de financiamiento provisional con el FMI para septiembre, cuando vencían alrededor de 2.000 millones de dólares de pagos a los bancos, se vería obligado a suspender el servicio de la deuda a fin de ahorrar reservas internacionales. Las expectativas de una moratoria se habían afianzado tanto que la suspensión de los pagos de intereses en septiembre no tuvo prácticamente repercusión alguna. El problema se traspasó al nuevo gobierno que se elegiría a fines de año.

La nueva administración de Collor de Mello asumió en marzo de 1990 una posición negociadora dura basada en la capacidad de pago del sector público. Los bancos insistieron en el pago de los atrasos como condición para suscribir un acuerdo global de la deuda. El gobierno sostuvo por su parte que no efectuaría pago alguno antes de convenir un acuerdo global de reestructuración que incluyera una reducción sustancial de los pagos de intereses. En octubre, el gobierno presentó una propuesta para convertir la deuda en bonos y descentralizar las negociaciones de la deuda del sector privado. La propuesta fue bastante *sui generis* y en gran medida fuera del marco del Plan Brady; por ejemplo, algunos bonos tenían un vencimiento sin precedentes de 45 años, no había ninguna provisión para garantías y la deuda del sector privado se libraba a las fuerzas del mercado. Los bancos rechazaron de plano la idea y se molestaron también por la decisión de Brasil de romper la costumbre y no reembolsar los gastos de viaje del comité asesor de los bancos (*The Economist*, 1990).<sup>35/</sup> Brasil también fue rechazado cuando propuso informalmente aplicar un esquema similar a la deuda con el Club de París. De ahí en adelante la moratoria comenzó a languidecer a medida que el equipo económico se volvía más aislado y aumentaba la presión sobre Brasil para conformarse a las exigencias de los bancos.

Se reitera que la primera moratoria de Argentina tuvo sus momentos relativamente conflictivos, pero intercalados con gestos conciliadores, como cuando el gobierno aceptó un préstamo puente para pagar parte de los intereses atrasados y evitar con ello la rebaja de categoría de la deuda con los banqueros estadounidenses (Machinea y Sommer, 1992). En 1984 el gobierno de Siles Zuazo en Bolivia procuró formalizar un plan de pagos para su moratoria

limitando los pagos al 25% de las exportaciones. El país aparentemente también abogó por organizar un club de deudores en el Consenso de Cartagena (Cariaga, 1992). Por último, Costa Rica, generalmente un maestro en el arte de las negociaciones sutiles en materia de deuda, inadvertidamente pasó al primer plano y suscitó un conflicto en torno a su primera moratoria al iniciarla en agosto de 1981 mediante un decreto oficial gubernamental (Rodríguez, 1992).

¿Por qué tendría un país que perseguir una estrategia de abierto conflicto con sus acreedores? Es evidente que la política interna desempeñó un papel en Perú donde la deuda y el FMI fueron utilizados como pantallas negativas en una estrategia nacional populista. El gobierno de García aparentemente ambicionaba también convertirse en el líder de una estrategia regional sobre la deuda externa. La política interna también desempeñó un papel en las fases más arduas de las moratorias brasileñas. La primera etapa de la moratoria de 1987 podría haber obedecido en parte a la tentativa de distraer la atención del colapso del programa económico interno.<sup>36/</sup> En la segunda etapa el equipo económico aparentemente estuvo motivado también por la opinión de que sus ideas para tratar el sobreendeudamiento eran tan racionales que en definitiva resultarían aceptables para los gobiernos de los países acreedores (de Freitas, 1992). En cuanto a Argentina, su estrategia rigurosa en la primera moratoria puede haber obedecido en parte a que se esperaba tolerancia en los círculos oficiales dada la alta estima que gozaba el nuevo gobierno democrático en los países acreedores (Machinea y Sommer, 1992; Frohmann, 1986 y 1989).

## **2. La selectividad de la restricción selectiva de pagos**

Una moratoria rara vez afecta todos los acreedores; generalmente existe cierta selectividad. Respecto a los préstamos de los bancos comerciales, algunos analistas bancarios habían sostenido en la década de 1970 que el servicio integral y oportuno de la deuda al prestamista tenía suma prioridad en el uso de las divisas de un país y que en efecto sería comparable en importancia con la importación de petróleo, alimentos y medicamentos (Friedman, 1980). Este optimismo no prosperó en el caso de América Latina cuyo acreedor principal eran los bancos comerciales. En efecto, los bancos han solido ser el objetivo principal de la moratoria en la región. El objetivo que le sigue en frecuencia han sido las restricciones selectivas a los países del Club de París (Abbate, Lawrence y Miroux, 1992). Sólo los casos más desesperados han incluido a los prestamistas multilaterales en su moratoria (O'Connell, 1992). (Véase el cuadro 13).

En la restricción de pagos a los bancos, los países han excluido habitualmente la deuda de corto plazo a fin de disuadir a los prestamistas de suspender este crédito, que es importante para el comercio externo cotidiano. Perú también exceptuó a la deuda contraída con posterioridad a julio de 1985 a fin de estimular el otorgamiento de nuevos préstamos. En cambio, se ha solido incluir la deuda bancaria no garantizada del sector privado ya sea formalmente, como en la primera moratoria brasileña y en el ejercicio peruano (comienzos de julio de 1986),<sup>37/</sup> o informalmente debido a la no disponibilidad de

divisas en el Banco Central, o la existencia de garantías cambiarias de uno u otro tipo. Pero hay casos en que la deuda del sector privado no ha sido afectada, como en Argentina, Ecuador y Brasil en la última parte de su segunda moratoria.

Durante la moratoria los países han efectuado con frecuencia pagos simbólicos ocasionales sobre la deuda restringida. Ahora último, ha habido una tendencia a servir consistentemente parte de la deuda bancaria según cierta noción de la capacidad de pago. Por ejemplo, en 1987-88 Costa Rica siguió la política de pagar un 30% de sus intereses devengados a los bancos (Rodríguez, 1992). Se recuerda que Ecuador y Argentina (durante la segunda moratoria) formalizaron pagos parciales regulares. Y Brasil en su segunda moratoria, comenzó en 1991 a servir unilateralmente el 30% de sus intereses devengados. Lamentablemente, lo que en un comienzo pareció una norma alentadora conforme al Plan Brady para orientar el servicio de la deuda hacia la capacidad de pago, ha venido a cuestionarse debido a la reversión de la política del FMI en Brasil.

La restricción del servicio de la deuda a los países del Club de París ha ido generalmente a la par, o a la zaga, de la restricción de la deuda bancaria. Sin embargo, la tercera moratoria de Costa Rica, así como las de Paraguay y la República Dominicana, se iniciaron con restricciones de las obligaciones con el Club (cuadro 13). A menudo los gobiernos del Club de París se han transformado inadvertidamente en objetivos al permitir que sus organismos de crédito a las exportaciones restrinjan el otorgamiento de nuevos préstamos, incluso a los gobiernos que cumplen con la condicionalidad del FMI y la reprogramación con los bancos. También la suma rigidez de las modalidades de reprogramación del Club incentivó la mora (Abbate, Lawrence y Miroux, 1992). La información disponible sugiere que, en general, los pagos a los países acreedores se han restringido según consideraciones políticas, el grado de tolerancia de los gobiernos acreedores y si había perspectivas de una transferencia positiva de recursos. Por ejemplo, Perú y Argentina reanudaron selectivamente los pagos de la deuda con la República Federal de Alemania a fin de tener derecho a un nuevo préstamo para un proyecto (Figuroa, 1992; Machinea y Sommer, 1992). Costa Rica también se mantuvo al día en su deuda con el gobierno de Estados Unidos debido al cuantioso financiamiento potencialmente disponible desde ese país (Rodríguez, 1992).

Los únicos países que han restringido seriamente el servicio de la deuda multilateral son Perú, Nicaragua, Panamá, Guatemala y Honduras (O'Connell, 1992).<sup>38/</sup> La restricción ha coincidido invariablemente con una merma de los nuevos desembolsos, relacionada habitualmente con una incapacidad de cumplir con la condicionalidad de la institución multilateral. No obstante, la mayoría de los países han mantenido el servicio de la deuda multilateral incluso frente a problemas con la condicionalidad y las consiguientes transferencias negativas de recursos. Esto refleja que se ha tenido en cuenta la importancia política de evitar conflictos en este frente.

Por último, sólo dos países introdujeron un tope formal al servicio total de la deuda vinculando los pagos con un porcentaje de las exportaciones: en 1984 el gobierno de Siles Zuazo utilizó la fórmula del 25% y el de García apli-

có la norma del 10%. En virtud de esas fórmulas prácticamente la totalidad de los bancos y un gran número de gobiernos del Club de París quedaron excluidos del servicio de la deuda. Por otra parte, a las instituciones multilaterales se les dio acceso prioritario a las divisas. Sin embargo, en Perú el FMI — con el que no había perspectivas de acordar un programa— se vio afectado de inmediato por la fórmula del 10%, lo que condujo en agosto de 1986 a una declaración formal de inhabilitación. A comienzos de 1987 Perú suspendió también los pagos al Banco Mundial. Y a mediados de 1988 se aplicó una restricción al BID (Figueroa, 1992).

### 3. Medidas defensivas

Impera la opinión convencional de que una moratoria corre el riesgo de desatar represalias devastadoras de parte de los acreedores irritados. Todo está en peligro: desde la pérdida de las líneas de crédito de corto plazo, hasta el embargo de las reservas, las exportaciones, aviones y otros activos tangibles del gobierno.<sup>39/</sup> Por lo tanto, es previsible que los países se protejan de un riesgo de esa índole, sobre todo en los casos de una moratoria prolongada, o en uno en que ronde el conflicto real o potencial.

#### a) Reservas internacionales

Las reservas y demás depósitos del gobierno en mora son susceptibles de embargo legal. Un país es particularmente vulnerable en los Estados Unidos donde se acostumbra emplear una peligrosa táctica denominada “cobro compulsivo” (“*set off*”). En efecto, ésta permite a un banco recuperar un pago vencido mediante el embargo directo de un depósito del deudor relevante. Es más, esto puede hacerse sin ninguna autorización previa de los tribunales.<sup>40/</sup> Aunque las reservas internacionales de un país deberían gozar de inmunidad soberana, en la era de posguerra la interpretación legal de este concepto se ha restringido hasta tal punto que existe un peligro considerable, sobre todo en los Estados Unidos, de que los activos oficiales de un país se traten como de carácter comercial (Biggs, 1992).

La estrategia observada en Argentina, Ecuador, Costa Rica, Brasil y Perú fue el retiro gradual de las reservas de los bancos comerciales considerados “inseguros”. En todos estos casos se estimó que no eran de fiar los bancos estadounidenses que tendían a tener una actitud más agresiva y que, naturalmente, tenían acceso al cobro compulsivo. Perú y Ecuador también trataron de evitar a cualquier banco con el que estuvieran en deuda, y a los bancos pequeños que tradicionalmente pueden ser pendencieros.

Un refugio seguro, común para todos estos países, fue el Banco de Pagos Internacionales (BPI) en Basilea. Sin embargo, Perú consideró que este banco había sucumbido a las presiones externas y había restringido severamente el monto de los depósitos que éste podía colocar allí. Las autoridades exploraron entonces la posibilidad de recurrir al Fondo Andino de Reservas en Bogotá como institución de depósito, pero al final los abogados del país lo estimaron riesgoso (ulteriormente, el Fondo ha emitido un certificado de depósito seguro). Por ende, Perú depositó en cuentas numeradas de bancos en

Europa y en filiales en centros financieros. Con cierta dificultad obtuvo a menudo cartas de aliento ("*comfort letters*") formales del banco en las que éste se comprometía a no embargar los depósitos (Figueroa, 1992). Ecuador persiguió también una estrategia similar. Perú, convirtió, además, parte de sus reservas en oro que trajo de regreso a Lima.

Argentina consideró durante su segunda moratoria que el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos era un refugio seguro (Machinea y Sommer, 1992). En cambio, Brasil, que había utilizado ese sistema como un refugio seguro durante las inciertas negociaciones de reprogramación de 1982-83, estimó que durante la moratoria de 1987 esta institución era insegura (de Freitas, 1992). Entretanto, durante toda la década de 1980 Costa Rica utilizó también como refugio seguro el Banco Latinoamericano de Exportaciones en Panamá así como una filial de un consorcio de bancos estatales, situada también en Panamá (Rodríguez, 1992).

En preparación para la moratoria de 1987, Brasil retiró cuidadosamente sus depósitos de los Estados Unidos empleando una vía sinuosa. Sin embargo, necesitaba los servicios de una institución bancaria para la compensación de cuentas en ese país debido a su gran comercio de exportación en dólares. Encontró un importante banco que se comprometió a no embargar ningún depósito a cambio del negocio exclusivo de compensar las cuentas devengadas del comercio exterior. No obstante, el banco se negó a extender una carta de aliento por lo que ambas partes se basaron en un acuerdo de caballeros (de Freitas, 1992).

Costa Rica encontró también un gran banco estadounidense que ofreció un plan en el que el país podía sobregirar en una cuenta y cancelar el saldo negativo al término del día. Así, el país disfrutaba de cierta liquidez sin tener ningún activo en depósitos embargables (Rodríguez, 1992).

Además de retirar las reservas oficiales, Perú y Brasil advirtieron a todas las entidades estatales que evitaran las instituciones de depósito inseguras, y en especial las situadas en los Estados Unidos. En cambio, Argentina — que no había declarado una moratoria formal— no tomó ninguna medida precautoria al respecto en 1988-89 (Machinea y Sommer, 1992).

#### b) Líneas de crédito de corto plazo

Las líneas de crédito comerciales son particularmente vulnerables a la reducción, porque son de corto plazo y sujetas a renovaciones regulares. En efecto, toda la información sobre Bolivia, Costa Rica, Argentina, Perú, Ecuador y Brasil indica que se ejercieron presiones sobre estas líneas durante sus moratorias respectivas. Hubo diferencias interesantes en la forma en que los países encararon este problema.

La moratoria de Bolivia a comienzos de la década de 1980 surgió en forma gradual y vacilante. A principios de 1983, los bancos estaban eliminando agresivamente las líneas de crédito a los sectores privado y público; además, esto ocurría con tanta rapidez, y las autoridades tenían tantos otros problemas que afrontar que surgieron pocas medidas para contrarrestar la situación (Cariaga, 1992). Ecuador tampoco tomó ninguna medida especial para

precaerse de la pérdida del crédito de corto plazo; se limitó sencillamente a concentrar sus actividades en los pocos bancos y organismos de crédito a las exportaciones que seguían dispuestos a hacer negocios con el país (Yepes, 1992). En cambio, Costa Rica buscó activamente reemplazar las líneas eliminadas por otras nuevas. A comienzos y mediados de la década de 1980 observó que los bancos europeos —sobre todo los españoles— y los bancos estadounidenses sin compromisos en Costa Rica podían sustituir a los acreedores en retirada. Cuando en 1987 los bancos europeos pasaron a ser una fuente de recursos difícil, el país advirtió que sus competidores estadounidenses eran más receptivos a la extensión del crédito a corto plazo. Costa Rica contó también con la cobertura continua del EXIM Bank de los Estados Unidos, que aseguró algunas líneas comerciales. Por último, empleó capital en divisas de sus bancos estatales para abrir nuevas líneas de crédito (Rodríguez, 1992).

Durante su segunda moratoria conciliadora Argentina confió mucho en que los bancos respetarían las líneas de crédito “cautivas”, negociadas con ellos en acuerdos de reprogramación previos,<sup>41/</sup> y el uso de los controles cambiarios en el sector oficial (Machinea y Sommer, 1992). Perú procuró también que los bancos respetaran las líneas cautivas de reprogramaciones anteriores. Sustituyó las líneas perdidas mediante la búsqueda de otras nuevas, especialmente en los bancos sin compromisos en Perú, garantizándoles a menudo con reservas en divisas, incluso el oro. Asimismo, el país estableció un período mínimo de amortización para el financiamiento de las importaciones a fin de inducir a las empresas extranjeras a ingresar su propio capital (Figueroa, 1992).

Brasil aplicó la estrategia más compleja de todas. Durante la moratoria de 1987 el Banco Central congeló las líneas de crédito cautivas del país. En efecto, se prohibió que los bancos redujeran ese crédito; sólo podían recircularlo a su vencimiento a nuevos clientes dentro del país y cobrar la tasa comercial vigente. En cambio, las líneas voluntarias, es decir, las que eran adicionales a las líneas cautivas, se entregaron al libre juego de la oferta y la demanda. Cuando los bancos redujeron excesivamente el financiamiento de las exportaciones, el gobierno contraatacó abriendo líneas especiales de crédito con sus propios recursos. (No fue necesario recurrir a un plan de contingencia más drástico para ocuparse de estos problemas). Entretanto, en la segunda moratoria brasileña de 1989-91 el gobierno prefirió no congelar las líneas cautivas. Se intentó sustituir el crédito perdido mediante la redistribución de ciertos recursos en divisas en el sistema bancario interno, la búsqueda de nuevos créditos, y por un uso más intensivo del ahorro doméstico (de Freitas, 1992).

Por último, cabe mencionar que todos esos países utilizaron los precios para despejar los mercados. Esto supuso habitualmente cierta alza del precio del crédito, debido a las garantías o a recargos más elevados. Un caso extremo fue Argentina en 1989. Con la economía al borde de una hiperinflación el mercado cambiario se colapsó y los recargos se elevaron entre 4 y 5 puntos sobre la LIBOR (Machinea y Sommer, 1992).

#### 4. Otras medidas

Para evitar represalias, los países trataron a menudo de mantener un diálogo y relaciones cordiales con sus acreedores multilaterales — en especial el FMI — y los gobiernos claves de la OCDE, en particular los Estados Unidos. Costa Rica persiguió esta senda con mucha eficacia después de 1982. Lo mismo hicieron Ecuador, Bolivia y Argentina. Cuando surgieron los pleitos todos los países trataron de encararlos con discreción y como un caso especial a fin de reducir la mala publicidad. En la segunda moratoria, Argentina evitó las liquidaciones en efectivo a los prestamistas recalcitrantes a fin de no brindar incentivos a otros bancos (Machinea y Sommer, 1992).

Otra medida defensiva fue la formación de un consenso nacional sobre el problema de la moratoria. En Costa Rica los funcionarios de gobierno organizaron deliberadamente seminarios, talleres, y programas de radio y televisión para informar a los hombres de negocios y al público en general sobre el problema de endeudamiento excesivo del país (Rodríguez, 1992). Entretanto, el carisma y la campaña política del Presidente García movilizaron un consenso latente en un Perú asolado por la crisis y hastiado del FMI. El pacto formal en Bolivia entre el gobierno y un sindicato laboral, la Confederación Obrera Boliviana, en 1984 traduce la formación de algún tipo de consenso en ese país. Entretanto, el gobierno de Paz Estenssoro creó un consenso en torno a su programa de estabilización, que subordinó el pago de parte de la deuda a la necesidad de cerrar las brechas macroeconómicas interna y externa (Cariaga, 1992). En cuanto a Ecuador, la abrupta e imprevista baja del petróleo, sumada a un terremoto, produjo una suerte de consenso nacional en torno a la incapacidad del país para servir la deuda. Por otra parte, la moratoria de Brasil de 1987 pareció carecer de tal consenso (de Freitas, 1992).<sup>42/</sup>

### V. Eficacia de la estrategia de la moratoria

Los efectos de una moratoria pueden transmitirse a través de muchísimos cauces. Esto, junto con la necesidad de introducir amplios condicionales contra-fácticos, hace que la evaluación precisa del impacto de una moratoria sea bastante problemática. En todo caso, la evaluación global escapa al ámbito de esta reseña. Lo que haremos, sin embargo, es remitirnos a algunos de los aspectos más obvios de la experiencia para formular observaciones provisionales acerca de la eficacia de una moratoria temporal como instrumento para cumplir con objetivos económicos y políticos, y como una plataforma para re-negociar la deuda.

#### 1. Desempeño económico

Tal vez lo que más interesa es indagar cómo funcionó la economía durante la moratoria. Suele estimarse que los atrasos no son un óptimo sistema para obtener un buen desempeño económico. Y, en verdad, a la vasta mayoría de los países en moratoria durante la década de 1980 les fue bastante mal. Cabe ob-

servar que los países en moratoria se aglutinan en el lado derecho del cuadro 14, lo que expresa una situación de crecimiento reducido o esporádico combinado con importantes problemas inflacionarios. Los únicos países en moratoria que crecieron en un ambiente inflacionario controlado fueron Costa Rica, y más recientemente Paraguay. Entretanto, aunque Bolivia no logró crecer gran cosa durante su prolongada moratoria, el Gobierno de Paz Estenssoro emprendió en 1985 un programa de estabilización que concitó el aplauso mundial y libró al país de la hiperinflación. Cuba y Honduras pueden también apuntarse al menos a la estabilidad de precios durante sus períodos de moratoria. Por último, Guatemala ha registrado últimamente cierto crecimiento, pero con una inflación considerable.

Sobre la base de nuestras simulaciones simplificadas de desempeño económico, sólo cinco países tuvieron algo positivo que mostrar durante sus moratorias respectivas. Esta experiencia no favorece mucho a la idea de establecer una estrategia económica fundada en atrasos temporales.

Por otra parte, los países deudores problema que siguieron sirviendo la deuda conforme a un calendario contractual convenido también tuvieron una experiencia contradictoria. Chile es el único país que ha registrado un período de crecimiento prolongado con una estabilidad relativa de precios. Ahora último, México se ha unido al grupo (y han mejorado las perspectivas de Venezuela para la década de 1990).<sup>43/</sup> (Véase el cuadro 14). Estos países, pero sobre todo México, han experimentado también un nuevo acceso a los mercados voluntarios internacionales de capital (West, 1991).

Chile fue un deudor "modelo" durante la década de 1980. México también lo fue, aunque en más de una ocasión esgrimió la dura amenaza del incumplimiento para que los banqueros accedieran a un acuerdo de reprogramación más favorable. Ambas naciones figuran en la lista de países del llamado Consenso de Washington, que persiguieron seriamente reformas de políticas en la década de 1980 (Williamson, 1990). Ambos prestatarios mantuvieron casi siempre buenas relaciones con el FMI. Ambas naciones tenían sistemas políticos que otorgaban a las autoridades económicas una libertad mucho mayor que la existente en la mayoría de los demás países de la región.<sup>44/</sup> Los gobiernos de los países también eran propietarios de importantes exportaciones de recursos naturales.

Es claro que los dos casos más distinguidos de la moratoria son Costa Rica y Bolivia. Ambos países estuvieron en atrasos con uno o más de sus acreedores principales durante gran parte de la década de los ochenta. Aunque Costa Rica y Bolivia adoptaron posturas firmes respecto a su limitada capacidad de pago, — a contar de 1982 y 1985, respectivamente —, contactaron en forma discreta y constructiva a sus acreedores y se esforzaron mucho por llegar a un acuerdo. Ambos países llevaron a cabo programas de ajuste y estabilización que concitaron el respeto internacional y los colocaron en la lista de Consenso de Washington de reformadores serios de políticas (Williamson, 1990). Al mismo tiempo, ambos prestatarios se insertaron por último en los programas de ajuste del FMI (Khan, 1990). Costa Rica es una democracia establecida, mientras que Bolivia es lo que se ha denominado una democracia transicional (Kaufman y Stallings, 1989).

Paraguay, el otro país en moratoria situado en el extremo superior izquierdo del cuadro 14, ha aplicado una creciente restricción de pagos durante casi toda la década de 1980. En los últimos años ha perseguido reformas de políticas y figura como recién llegado a la lista de Consenso de Washington (Williamson, 1990). No ha suscrito un programa con el FMI. El país pasó a ser una democracia transicional en 1989.

En cuanto a Cuba, la estabilidad de precios que han conseguido obedecer esencialmente a un sistema de controles rígidos que impera desde hace tiempo y un estable tipo de cambio apoyado por flujos de ayuda bilateral. Por su parte, Honduras se benefició de controles de precios y la asistencia bilateral motivada por el conflicto de Centroamérica. Por último, el crecimiento de Guatemala coincidió con un mejoramiento global de reformas de la política económica en 1986-88 impulsado por un nuevo régimen democrático; sin embargo, con posterioridad el país tuvo un serio retroceso. No ha suscrito un programa con el Fondo.

Entre los que tuvieron mejores resultados económicos en el cuadro 14, figuran tanto los países que funcionaron en un ambiente de moratoria como los que no lo hicieron. Los países muestran características socioeconómicas muy diferentes, pero donde existe cierta similitud es en la respetabilidad de sus programas económicos. Así, como primera aproximación cabría sugerir que los beneficios económicos de una moratoria serán limitados si esta última no forma parte integral de un programa de ajuste económico coherente y sostenible. El vínculo con la política económica se afianza aún más si se considera que las propias restricciones de pagos generalmente se administraron con un éxito considerable.

a) Transferencia de recursos

Como puede observarse en el cuadro 15, la totalidad de los países en moratoria que han recibido atención preferente en este documento redujeron notoriamente su transferencia de recursos al exterior en materia crediticia durante los períodos de restricción de pagos del servicio de la deuda. La reducción más radical ocurrió en Perú, donde esa transferencia negativa cayó verticalmente y luego se volvió en realidad positiva entre 1987 y 1988; y la más moderada se dio en Costa Rica. Además, la transferencia en materia de crédito más favorable fue normalmente a la par con un mejoramiento de la transferencia global.<sup>45/</sup>

Las moratorias se vincularon también con menores restricciones internas. En efecto, la información disponible indica que durante los períodos de moratoria los gobiernos pudieron, generalmente, reducir notoriamente los pagos de intereses sobre la deuda externa pública, expresados como porcentaje del ingreso público (cuadro 5).

Aunque las moratorias se asociaron generalmente con menores transferencias internas y externas, hay que preguntarse también si podría haberse logrado un resultado similar o mejor con una participación en el programa oficial de la deuda, que en principio abría el acceso a nuevos créditos de mediano plazo así como a la renovación de las líneas cautivas de corto plazo. En

efecto, sirviéndose de esta lógica, un análisis *post mortem* de la moratoria brasileña de 1987, preparado por el Banco Central de ese país, concluyó que hubo una pérdida neta en efectivo para el país de 700 millones de dólares (de Freitas, 1992). Sin embargo, los estudios de esta índole tienden a eludir el problema central: en todos los países la causa principal de la moratoria fue la incapacidad de acceder a un nuevo financiamiento adecuado y predecible dentro del marco de la estrategia oficial de la deuda. El primer estrangulamiento, en todos los casos, fue la incapacidad para cumplir con las metas trimestrales estrictas del FMI, lo que paralizó a su vez los desembolsos multilaterales y también los que podrían haber comprometido a los bancos comerciales.

El segundo obstáculo fue la gran reticencia de los bancos y organismos oficiales de crédito a las exportaciones para comprometerse a otorgar nuevamente préstamos adecuados, sostenidos y predecibles. En efecto, en estas circunstancias la moratoria a menudo no fue tanto una elección como una respuesta forzada a las crecientes debilidades de los mecanismos de refinanciamiento de la estrategia internacional de deuda externa.

## 2. Eficacia de las medidas defensivas

La moratoria jamás acarreó represalias masivas de los acreedores. Por cierto que surgieron problemas en distintos frentes, pero habitualmente hubo instrumentos razonablemente eficaces para encararlos. Por otra parte, las defensas de los países eran más débiles cuando el programa económico interno se desorganizaba. En efecto, en cuanto un programa económico interno perdía el rumbo, las medidas de defensa perdían gran parte de su eficacia. Además, reaparecía la fuga de capitales como un problema grave, como, por ejemplo, en Argentina y Perú (Machina y Sommer, 1992, y Figueroa, 1992).

Todos los países se vieron invariablemente apremiados por litigios judiciales esporádicos y cobros compulsivos que exigieron negociaciones bilaterales reservadas y defensas legales. La defensa de un caso costarricense a principios de la crisis estableció inicialmente un precedente que, —de haberse mantenido— habría mejorado espectacularmente todo el carácter de la gestión internacional de la crisis de la deuda. En efecto, el país tuvo que encarar varios procesos tras una grave crisis económica que impulsó al gobierno de Carazo a decretar una moratoria de la deuda en 1981. Sin embargo, todas las acciones judiciales salvo una se arreglaron reservadamente mediante negociaciones bilaterales y el ingreso definitivo de Costa Rica en la primera ronda de reprogramaciones. El bastión remanente, un banco estadounidense pequeño que había participado en un préstamo de consorcio crediticio organizado por Allied Bank, se negó a un arreglo y ventiló la causa en los tribunales estadounidenses.

El caso es legalmente complicado,<sup>46/</sup> pero en lo medular la defensa de Costa Rica prevaleció en un comienzo: el tribunal dictaminó que los bancos costarricenses no podían servir su deuda externa porque este acto habría infringido la ley de un estado soberano. La apelación del banco estadounidense también fue rechazada. En esta ocasión, el tribunal llegó a la conclusión que el programa de la deuda de Costa Rica era compatible con la política exterior

de Estados Unidos; es decir, la restricción de pagos era similar a las estipuladas en el Capítulo 11 de la Ley de Quiebras, en que el país restringía temporalmente los pagos como preludeo a las reprogramaciones de la deuda que patrocinaba el Gobierno estadounidense. Sin embargo, la analogía con la quiebra despertó gran inquietud en los círculos financieros y gubernamentales estadounidenses. Lo curioso fue que se apeló el caso en Washington D. C., y esta vez el Banco llevó una carta de apoyo del poder ejecutivo del Gobierno estadounidense. En una reconsideración que pareció algo arbitraria, el tribunal falló contra Costa Rica y declaró que las acciones del gobierno equivalían a la confiscación. Después del fallo el banco estadounidense se desistió por completo de la causa, y decidió sumarse al acuerdo global de reprogramación (Biggs, 1992; Rodríguez, 1992).

Otra represalia muy publicitada ocurrió en Ecuador cuando el Citicorp cobró compulsivamente 80 millones de dólares de depósitos gubernamentales a comienzos de 1989. Sin embargo, esto ocurrió cuando Ecuador —creyendo que no corría riesgos debido al carácter conciliador de su moratoria— no contaba con una estrategia defensiva. El asunto sigue siendo objeto de negociaciones. Entretanto, una estrategia surgió para proteger los activos del país (Yepes, 1992).

A comienzos de 1990 Perú, —que se había trabado en escaramuzas legales aisladas con algunos prestamistas a fines de los años ochenta— se encontró con que 25 bancos de diferentes países habían iniciado procesos para evitar la prescripción legal de sus derechos ascendentes a 8.000 millones de dólares de deuda que Perú no había pagado (*Latin American Weekly Report*, 1990). Muchos interpretaron la acción de los bancos como una formalidad destinada a mantener el derecho a reclamar el pago de la deuda.<sup>47/</sup> En todo caso, el nuevo gobierno de Fujimori —que explora activamente maneras de solucionar el problema de la deuda— negoció al menos una suspensión temporal de los procesos.

La iniciación de una moratoria siempre ejerció presión sobre las líneas de crédito de corto plazo. Pero la mayoría de los países pudieron soslayar el problema mediante la búsqueda agresiva de nuevas líneas (éste es un negocio atractivo y de poco riesgo para un banco) y el despliegue de medidas para contrarrestarlo. El sistema del gobierno de García de estabilizar las líneas con garantías prosperó al comienzo hasta cierto punto; en efecto, tras una caída de 40% entre junio de 1983 y diciembre de 1985, el volumen de las líneas de crédito del país se recuperó, elevándose en 20% hasta junio de 1987 (Figueroa, 1992). Ulteriormente, el crédito de corto plazo comenzó a desplomarse. Sin embargo, esto no obedeció a la moratoria como tal; más bien reflejó los efectos del colapso del proyecto político del gobierno y del programa económico heterodoxo, así como su gestión populista de la demanda, que causó el agotamiento de las reservas internacionales que se utilizaron con tanta eficacia en un comienzo para garantizar las líneas y apuntalar la confianza interna.

En vista del carácter tan conciliador de su segunda moratoria, Argentina confió sobre todo en la buena disposición de los bancos para respetar las líneas cautivas o negociadas. Como este crédito de corto plazo no estaba administrado desde el Banco Central, era muy difícil controlar las filtraciones.

No obstante, la situación crediticia permaneció relativamente estable e incluso en el primer año de la moratoria el crédito comercial aumentó. La contracción crediticia que hizo crisis en el segundo trimestre de 1989 obedeció en gran medida a un colapso general de la confianza ante las expectativas de una hiperinflación (Machinea y Sommer, 1992).

Los sistemas de sondeo crediticio de Costa Rica y Ecuador funcionaron al parecer adecuadamente. Ecuador registró una notoria reducción neta de las líneas al sector público, pero la demanda también era escasa debido a los efectos recesivos del proceso de ajuste (Yepes, 1992).

La administración brasileña centralizada de las líneas cautivas funcionó razonablemente bien. Las líneas permanecieron relativamente estables durante el primer semestre del año y declinaron con posterioridad en unos 1.000 millones de dólares. Por ende, a fines de año el volumen crediticio era sólo un 6% inferior a los niveles previos a la moratoria (de Freitas, 1992). En cambio, todo el crédito voluntario de corto plazo — excluido deliberadamente del mecanismo de reciclaje forzoso anteriormente descrito — se perdió. Esto ascendió a unos 1.000 millones de dólares.

En la segunda moratoria Brasil no desplegó como táctica negociadora un mecanismo de reciclaje forzoso. La información preliminar sugiere que perdió un 35% de sus líneas de crédito de corto plazo. Sin embargo, aparentemente pudo compensar parcialmente sus pérdidas sirviéndose tanto del ahorro como de recursos del sistema bancario nacional.

Brasil — el deudor más grande de los países en desarrollo — sería también el que ha sufrido la máxima presión oficial durante su moratoria. Se recuerda que durante la moratoria de 1987 se suspendió misteriosamente el programa de operaciones crediticias del Banco Mundial al gobierno. Asimismo, los funcionarios de gobierno se habrían “asustado” con los vagos rumores de posibles sanciones comerciales por parte de los Estados Unidos (de Freitas, 1992). En 1990-91 el gobierno experimentó una nueva suspensión del programa de operaciones crediticias del Banco Mundial. Y en el BID, el gobierno de los Estados Unidos utilizó su nuevo poder de veto para bloquear los préstamos de esta institución. Brasil recibió también un mensaje público de preocupación del Grupo de los Siete cuando emitieron su declaración oficial en la Cumbre de Houston en 1990.

Por último, en 1987 Brasil y Argentina exploraron aparentemente la posibilidad de cooperar con medidas defensivas en una moratoria conjunta. Brasil ya había entrado en moratoria y Argentina tenía grandes dificultades para cumplir con los pagos del acuerdo de reprogramación que había suscrito con los bancos a comienzos de año. Más tarde se supo que había habido serias conversaciones a los niveles ministerial y presidencial acerca de esa cooperación. Sin embargo, nada se materializó de la iniciativa, debido tal vez en parte al grave deterioro de las situaciones políticas y económicas nacionales de ambos gobiernos y las dificultades inherentes de coordinar una posición común sobre la deuda (de Freitas, 1992; Machinea y Sommer, 1992; Devlin, 1989).

### **3. La moratoria como instrumento político**

La moratoria fue un instrumento político explícito en el Perú del Presidente García, en Brasil (1987 y 1990-91) y en Bolivia en 1984. También podría haber servido como un instrumento político implícito en los países en proceso de ajuste y que exigían grandes sacrificios a sus ciudadanos. Esta última estrategia es difícil de evaluar incluso provisoriamente. La primera se presta con más facilidad a algunos comentarios preliminares.

La estrategia peruana parece haber generado al principio un capital político para el gobierno de García. Hay pocas dudas acerca del fuerte consenso interno en torno a lo inadecuado de las condiciones propuestas por los acreedores. Podríamos postular que la desilusión con la moratoria — reflejada en la tentativa del gobierno de Fujimori de ponerle término con rapidez — traducía en realidad una desilusión más amplia con el programa económico global y el proyecto político del gobierno de García. El punto de inflexión en el programa de gobierno habría sido el anuncio de la nacionalización del sistema bancario local en julio de 1987. También había desencanto en algunos círculos nacionales por la decisión de extender la moratoria a los organismos de desarrollo multilaterales. En cuanto al liderazgo que requería el problema de la deuda, el tono estridente de la política del gobierno de García para encararla impulsó a los demás gobiernos latinoamericanos a guardar las distancias.

Se mencionó que la moratoria brasileña de 1987 podría haber sido inspirada en parte por la necesidad de distraer la atención del fracaso del Plan Cruzado. Pero con la economía ya en problemas, y sin que surgiera otro plan exitoso, poco pudo hacer la moratoria para revertir la fortuna política declinante de la administración Sarney. El gobierno sucesor heredó la segunda moratoria del país. El capital político de esta última restricción estuvo íntimamente vinculado al desempeño del programa económico del gobierno, que comenzó a fallar en el segundo semestre de 1990.

Por último, la moratoria boliviana de 1984 sirvió para apaciguar temporalmente a la poderosa confederación sindical del país.

### **4. La eficacia como instrumento de negociación**

En principio, la restricción de pagos podría ser un instrumento de negociación para obtener mejores condiciones de los acreedores. En general, la moratoria deteriora notoriamente el valor de mercado de la deuda de un país. También puede deteriorar el valor de la deuda de los países vecinos merced al efecto de demostración. Si los acreedores son incapaces de tomar represalias efectivas que fuercen una solución que los favorezca entonces puede que estén dispuestos a reconocer en definitiva parte de la erosión del valor de sus activos mediante concesiones en un arreglo definitivo de la deuda. En efecto, si la moratoria se percibe como sostenible en el mediano plazo les conviene más un arreglo porque es seguro que los pagos serán por montos mayores que los de la moratoria. Sin embargo, los acreedores tomarán también en cuenta toda externalidad negativa para ellos que pueda generarse mediante dicho acuerdo.

En todo caso, algo que avala la influencia de las medidas mencionadas puede ser el hecho de que Costa Rica y Bolivia han negociado los arreglos más ambiciosos hasta ahora de reducción de la deuda en América Latina. En 1990 Costa Rica concluyó un acuerdo en virtud del Plan Brady que generó una reducción neta del principal de 20% y un ahorro neto de más de 30% de la cuenta de intereses del país.<sup>48/</sup> En transacciones efectuadas en 1988 y 1989 Bolivia recompró alrededor de tres cuartos de su deuda bancaria (más los intereses atrasados correspondientes) a 11 centavos por dólar; los atrasos siguieron acumulándose en aquellos bancos que se negaron a participar. También fue uno de los primeros países en beneficiarse de los Términos de Toronto del Club de París, que permiten cierta reducción modesta de la deuda oficial bilateral (Abbate, Lawrence y Miroux, 1992).

En cambio, las moratorias no parecen haber aumentado la influencia de otros países. Se recuerda que el resultado de la primera moratoria de Argentina fue más bien una tercera ronda estándar de reprogramación. Desde la partida los banqueros interpretaron la moratoria de Brasil de 1987 como políticamente insostenible; en efecto, el acuerdo de reprogramación de 1988 reflejó la necesidad política de restablecer las relaciones con los bancos a la brevedad posible. La breve moratoria parcial de Venezuela en 1989/1990 resultó en un acuerdo más bien estándar de reducción de la deuda estilo Brady. Queda por verse qué tipo de arreglos de la deuda surgirán en la década de 1990 de Ecuador, Argentina, Brasil y Perú, así como de otros deudores en moratoria con la banca privada.

## VI. Conclusiones

El sobreendeudamiento en América Latina tuvo su origen en los desequilibrios estructurales internos de las economías deudoras, en perturbaciones externas y en un ciclo expansivo clásicamente permisivo del crédito internacional. Puesto que la corrección de los desequilibrios exige también una reforma profunda de los regímenes e instituciones normativas, el ajuste y la restauración de la solvencia de la región es un proceso dolorosamente lento.

No obstante, debido a la eficacia inicial del MIPUI, y una actitud cooperadora en América Latina, los incumplimientos tardaron en surgir en América Latina y se evitó un colapso financiero mundial. Sin embargo, la incapacidad del MIPUI para movilizar un refinanciamiento compensatorio adecuado y predecible en apoyo de un ajuste estructural con crecimiento; el hecho de que el financiamiento era con una condicionalidad cruzada con el cumplimiento de metas trimestrales del FMI manifiestamente rígidas; la inflexibilidad de las fórmulas de reprogramación; la difusión progresiva de la fatiga de la deuda en los países; el surgimiento de graves problemas de coordinación en el cartel de acreedores, junto con la ya mencionada dificultad y lentitud de la reforma estructural, contribuyeron a que las moratorias se generalizaran a medida que avanzaba la década de 1980.

Aunque las moratorias de la región parecen haber sido instrumentos temporales eficaces para reducir las transferencias negativas internas y externas de recursos financieros, es claro que la estrategia no ha ido aparejada generalmente con el éxito económico o incluso político. La experiencia sugiere que la condición necesaria para que una moratoria revierta el destino económico de un país es la misma que requiere un país que opta por continuar sirviendo su deuda: amplio apoyo político, o autoritarismo eficaz, sumados a un programa económico coherente que se encargue de eliminar los desequilibrios esenciales. Con esos componentes económicos y políticos nacionales bien afianzados, una moratoria administrada eficientemente podría mitigar temporalmente el problema de la transferencia y aportar financiamiento neto en apoyo del ajuste por montos superiores a los que el país podría esperar obtener del programa oficial internacional de la deuda. Fue precisamente en este contexto que se observó que la moratoria era un elemento decisivo en el éxito de los esfuerzos de ajuste y estabilización de Costa Rica y Bolivia (Cariaga, 1992; Rodríguez, 1992). Mientras tanto, la segunda moratoria de Brasil se consideró esencial para evitar un estallido hiperinflacionario (de Freitas, 1992).

Resulta claro entonces que la declaración de una moratoria formal, o la entrada en una *de facto*, no produce de por sí muchos beneficios, y puede conducir incluso a grandes pérdidas netas. Las moratorias eficaces han formado parte de un conjunto de políticas más grande y complejo. Primero, ha sido esencial que se desarrolle un consenso nacional en torno a un esfuerzo de ajuste serio y sostenible. Las necesidades de financiar dicho esfuerzo sirvieron para definir y legitimizar la moratoria así como para disciplinar el uso de los recursos. Un programa económico respetado en el ámbito internacional sirvió también para galvanizar la tolerancia oficial en el exterior y mantener a la defensiva los acreedores conscientes de su imagen a la defensiva. Un programa económico y político eficaz fortaleció también el poder negociador del equipo económico, pues aumentó su credibilidad e hizo que la moratoria pareciera más sostenible para los acreedores. En cambio, un programa económico en deterioro sólo consiguió socavar la credibilidad de la moratoria y el poder negociador de las autoridades económicas.

Las moratorias exitosas se han administrado con precaución y flexibilidad. Las moratorias discretas *de facto* han sido más eficaces que las formales. El mantenimiento de un diálogo constructivo con los acreedores ha demostrado ser provechoso no sólo en lo táctico sino también en lo práctico. En efecto, una moratoria tiene que ser de carácter temporal, pues si bien puede paliar los efectos negativos del flujo de caja del sobreendeudamiento, no puede paliar su impacto distorsionador sobre las decisiones de la inversión privada.<sup>49/</sup> Por ende, mientras más pronto pueda negociar el gobierno un arreglo satisfactorio con sus acreedores tanto mejor. Los pagos simbólicos o parciales de parte del servicio corriente de la deuda puede ser una forma de mantener ese diálogo fluido. Esto no sólo revela buena fe, sino que mantiene también a los bancos interesados en dialogar; por una parte, les ofrece la oportunidad de presionar al país por pagos más elevados y por la otra, saben que la intransi-

gencia de su parte podría llevar a la suspensión de los pagos que se les abonan.

Una moratoria ha sido menos conflictiva cuando las propuestas de las autoridades para un arreglo no han cuestionado públicamente el marco imperante de la gestión oficial de la deuda. Un programa del FMI, o al menos una consulta en el contexto del Artículo IV, ha resultado especialmente útil cuando ha validado *ex post* un programa económico que las autoridades nacionales ya se habían comprometido a implementar y estaban en condiciones de llevar a cabo; también fue una manera de poner bajo el amparo oficial el financiamiento del ajuste basado en atrasos temporales. Lamentablemente, puede que el Fondo no sea un aliado de fiar debido a su vulnerabilidad a los vaivenes políticos en los países industrializados del Grupo de los Siete. Se reitera que la presión ejercida por los bancos sobre el Grupo de los Siete respecto a la tolerancia de los atrasos del Plan Brady ya ha producido un revés importante para la gestión internacional del problema de la deuda.

Los atrasos con los organismos multilaterales han resultado contraproducentes. Reducen la tolerancia del sector oficial y — dada la reticencia política a explotar las posibilidades de una reprogramación — una vez acumulados son extremadamente difíciles de eliminar (O'Connell, 1992). Los atrasos con el Club de París son contraproducentes cuando afectan a los países cuyo apoyo político es necesario durante la moratoria. Los gestos amistosos hacia países claves del Grupo de los Siete y bancos líderes en cuestiones no relacionadas con la deuda han sido también una forma de reducir la tensión en torno a la moratoria.<sup>50/</sup>

Por muy conciliadora que sea una moratoria, la experiencia del Ecuador con el cobro compulsivo confirmó la necesidad de proteger las reservas y otros activos del gobierno deudor. Asimismo, las líneas de crédito de corto plazo han necesitado protección a menudo. Aunque los problemas en esta esfera son inevitables, la experiencia demostró que hay formas eficaces, aunque con sus costos, de proteger la liquidez.

Asimismo, los países tienen que prever que una moratoria contra un conjunto de acreedores tiende a repercutir negativamente sobre la disposición de los demás prestamistas a desembolsar. Sin embargo, en muchos casos esto va a ser sólo un problema teórico, puesto que los préstamos suelen hallarse vinculados a una condicionalidad impracticable y también pueden ser bloqueados por la "aversión" del acreedor durante una crisis financiera sistémica.

Por último, cabe mencionar que mientras mayor sea la deuda de un país mayor será la probabilidad de que la moratoria sea conflictiva. Desde 1982 Costa Rica tuvo la precaución de evitar conflictos con sus acreedores. Sin embargo, casi siempre estuvo en moratoria y propuso discretamente fórmulas de pago heterodoxas basadas en su capacidad de pago (Rodríguez, 1992). Si el país hubiera sido un megadeudor, sus tácticas heterodoxas podrían haber atraído más publicidad y arrastrado al país a un mayor conflicto.

En suma, la estrategia exitosa de una moratoria temporal requiere un conjunto complejo de condiciones que la mayoría de los países no han podido

reunir. No obstante, mientras la estrategia internacional de la deuda no se ocupe adecuadamente del problema del sobreendeudamiento ni de los impedimentos estructurales conexos que se oponen al crecimiento, la moratoria seguirá siendo un problema en la región.<sup>51/</sup>

La idea original del Plan Brady de tolerar los atrasos como manera de financiar temporalmente el ajuste fue una innovación valiosa. Primero, pudo quebrar la resistencia de los banqueros a la reducción de la deuda y obrar como "válvula de escape" para el serio problema del financiamiento insuficiente del Plan Brady.<sup>52/</sup> Permitió, asimismo, que los países en moratoria se vincularan de una u otra forma con el FMI y evitaran así las políticas individualistas, como la del Perú, que a veces pueden volverse muy destructivas. Lamentablemente, sin embargo, a los banqueros les preocupa cada vez más sentar el precedente de concertar un arreglo con los países en atrasos. Además, parece que su influencia en los círculos oficiales ha aumentado últimamente, ya que en el caso de Brasil ha llevado al FMI y otros prestamistas multilaterales a vincular nuevamente sus programas de ajuste con acuerdos previos con los bancos. La generalización de esta tendencia —sin un esfuerzo correspondiente para fortalecer la actual estrategia internacional de la deuda— incrementaría las exigencias de una coherencia económica y política interna en los países en moratoria. En efecto, en vista de las deficiencias actuales de la estrategia internacional de la deuda, mientras mayores sean las debilidades internas que impulsen a un país a concertar un arreglo con sus acreedores, menos satisfactorias tenderán a ser las condiciones de ese arreglo.

### Notas

- 1/ En contraste con los mercados internos, donde el MIPUI está bien definido y suele situarse en un Banco Central y/o en el Ministerio de Hacienda, en el plano internacional su funcionamiento es mucho más complejo y específico. Sin embargo, la práctica de la posguerra sugiere que está constituido por una alianza informal, descentralizada entre los gobiernos del Grupo de los Siete, algunos de sus grandes bancos comerciales, y los principales prestamistas multilaterales, sobre todo el FMI. El eje del movimiento, si bien descentralizado, está constituido por los gobiernos del Grupo de los Siete y ese liderazgo suele delegarse al país con los lazos políticos y comerciales más estrechos con el país o la región en crisis (véase, Wellons, 1987).
- 2/ Por ejemplo, los grandes bancos estadounidenses tenían préstamos con América Latina que sobrepasaban en 180% su capital (CEPAL, 1988).
- 3/ El precio negociado de los préstamos oscilaba entre 100 y 250% más que el que predominaba antes de la crisis (Devlin, 1989).
- 4/ Para más detalles sobre la estrategia de la deuda, véase CEPAL, 1985.
- 5/ Wellons, (1987). En realidad, el ingreso neto de los bancos aumentó en los primeros años de la crisis (CEPAL, 1988).
- 6/ La naturaleza de cada ronda de reprogramación se analiza plenamente en CEPAL (1985, 1988, 1990a).
- 7/ Sin embargo, a fines de año Costa Rica y Venezuela también habían regularizado sus pagos.

- 8/ La "moratoria" se utiliza aquí en sentido lato para describir la existencia de intereses atrasados prolongados y la ausencia de un acuerdo claro para eliminarlos. Los atrasos en los pagos de amortizaciones ocurrieron con frecuencia en los años ochenta, pero éstos no fueron muy conflictivos mientras los intereses sobre la deuda se pagaran con prontitud.
- 9/ Los incumplimientos se iniciaron a comienzos de 1931 con Bolivia, Perú, Chile, Costa Rica, Colombia y Brasil, seguidos por El Salvador y Uruguay en 1932 y por Panamá y Cuba en 1933. A mediados de la década de 1930, el 80% de la deuda regional estaba impaga. Los únicos países que evitaron el incumplimiento fueron Argentina (sobre la deuda federal), Haití y la República Dominicana (Skiles, 1988; CEPAL, 1964).
- 10/ Sin embargo, se vio afectada por el retiro sistemático de los acreedores de la región en su conjunto. En consecuencia, Colombia ha tenido que negociar refinanciamientos administrativos de los pagos de amortizaciones.
- 11/ Es evidente que los datos sobre los atrasos son muy deficientes. Por ende, las cifras que figuran en los cuadros deben emplearse con precaución. Sospechamos que en los cuadros se subestiman los atrasos. Por ejemplo, los bancos comerciales, que presumiblemente son muy estrictos respecto a tales asuntos, proporcionan cifras de intereses atrasados sobre sus préstamos (cuadro A1 del Anexo) que suelen sobrepasar los intereses atrasados sobre la deuda total presentados en el cuadro 2. Asimismo, las cifras difieren de las que figuran en los datos del balance de pagos del FMI y en fuentes nacionales.
- 12/ Brasil también registró atrasos. Sin embargo, fueron casi insignificantes y relacionados con aspectos técnicos de las negociaciones de la deuda externa.
- 13/ Para detalles sobre la organización del Consenso, véase Tussie (1988).
- 14/ Venezuela empleó el obstruccionismo con más discreción al no aceptar una reprogramación y acumular atrasos sobre los pagos de amortizaciones. Sin embargo, al mantenerse al día en el pago de intereses, consiguió moderar el conflicto (Fossati, 1991).
- 15/ Para la reprogramación y el dinero nuevo, respectivamente, el gobierno militar había acordado en la primera ronda un margen sobre la LIBOR de 2,13% y 2,50%, un período de amortización de 7 y 5 años y una comisión fija de 1,25%. Las cifras respectivas para la tercera ronda de reprogramaciones fueron 1,38% y 1,63%, 12 y 10 años, y una comisión fija de 0,58% pagadera sólo sobre el dinero nuevo. Antes, México había iniciado la tercera ronda de reprogramaciones, logrando un recargo sobre LIBOR de 1,13% y un vencimiento total de 14 años. En contraste con Argentina, México, a propósito, no solicitó nuevos préstamos involuntarios de la banca en parte porque se estimó que la renuncia a dichos préstamos podría ser una manera para reintegrarse al mercado voluntario de capitales. Para un análisis de las condiciones de las cuatro primeras rondas de reprogramación. (Véase Devlin, 1989).
- 16/ Esto explica el aumento importante de los atrasos de Brasil en 1985. La política de retener los pagos al Club de París duró hasta el principio de 1986 (véase de Freitas, 1992).
- 17/ Baker prometió allegar préstamos nuevos netos por un monto de 29.000 millones de dólares durante tres años, de los cuales los bancos comerciales aportarían 20.000 millones de dólares.
- 18/ El margen para México fue de 0,81% tanto para el principal reprogramado como para el dinero nuevo. Los períodos de amortización fueron de 20 y 12 años, respectivamente. No se cobraron comisiones. La reprogramación cubrió los vencimientos correspondientes al período 1985-90.
- 19/ Por ejemplo, los bancos estadounidenses experimentaron en el segundo trimestre una pérdida de 11.000 millones de dólares debido a que se agregaron 21.000 millones de dólares a las reservas para pérdidas por préstamos correspondientes a la deuda de los países en desarrollo (Skidmore, 1987).
- 20/ Los datos sobre las reservas para pérdidas por préstamos de los bancos comerciales pueden hallarse en CEPAL (1990a).
- 21/ Un análisis integral del Plan Brady figura en CEPAL (1990a).
- 22/ Para un análisis de los acuerdos de la deuda, véase CEPAL (1990c).

## UNA RESEÑA DE LA MORATORIA DE LA DEUDA EN AMERICA LATINA

---

- 23/ Una descripción de los acuerdos figura en CEPAL (1990b).
- 24/ Es decir, muy superior a 2. Este criterio convencional de endeudamiento elevado ha surgido basado en la hipótesis de que con tasas de interés que fluctúan entre 8 y 10%, tal nivel de endeudamiento sólo absorbería entre 16% y 20% de las exportaciones para el pago de intereses.
- 25/ Este criterio es equivalente a la "prueba de la solvencia débil" de Simonsen, es decir, que la tasa de interés no supere la tasa de crecimiento de las exportaciones (Simonsen 1985).
- 26/ El FMI concordó entonces con esta posición. No obstante, dado lo escaso de sus recursos en relación con el nuevo escenario financiero internacional, esta concordancia fue más bien conceptual que práctica.
- 27/ Véase, CEPAL (1990b, cuadro 18).
- 28/ Sin mencionar a Bolivia, cuyos pagos de intereses sobre la deuda pública comprometían ya dos tercios del ingreso público.
- 29/ La asunción de la deuda externa privada impuesta a los países por el cartel de acreedores representó una adición al pago de intereses del sector público que puede haber ascendido a 40% en Argentina, Chile y Venezuela y a un 20% en Ecuador, México y Uruguay (véase CEPAL, 1989; Capítulo X).
- 30/ La mayor proporción de recursos públicos absorbidos por los pagos de intereses sobre la deuda externa obedeció en parte a las devaluaciones reales que exigía el ajuste externo. Si esas devaluaciones reales no hubieran ocurrido, los recursos fiscales (en moneda nacional) necesarios para pagar los intereses sobre la deuda externa pública habrían sido 30% menos en Chile, México y Uruguay; más de 20% menos en Argentina y Ecuador; y un 10% menos que los montos reales en Brasil, Colombia, Perú y Venezuela (CEPAL, 1989; Cap. X).
- 31/ Los efectos de la propia reducción de la deuda, desde la perspectiva del flujo de caja de divisas fueron muy modestos. Véase CEPAL (1990c).
- 32/ Un hecho que en muchos casos se ha agravado notoriamente fue la asunción de la deuda privada por el sector público. La asunción de las deudas fue forzosa y parte de la política del momento de los acreedores. Estas obligaciones originalmente no tenían el aval del sector público; por lo tanto, no hubo una sólida justificación técnica para el traspaso, sin compensación, de las deudas a los gobiernos latinoamericanos.
- 33/ Cabe recordar, sin embargo, que el año antes de caer en moratoria *de facto* con la mayoría de sus acreedores, Cuba inició una clamorosa campaña contra la estrategia internacional de la deuda, afirmando que la deuda era impagable y que por lo tanto debía perdonarse. Pero lo interesante es que los argumentos del país tuvieron buen cuidado de referirse a la deuda regional en su conjunto y no a la situación cubana como tal. En verdad, durante la campaña Cuba servía puntualmente sus obligaciones (Castro, 1985).
- 34/ La moratoria también pudiera haber sido interpretada como una provocación directa al Secretario del Tesoro estadounidense Baker, quien pocas semanas atrás había intervenido a favor de Brasil para resolver un grave conflicto entre ese país y el Club de París. Para detalles de la propuesta brasileña, véase de Freitas (1992).
- 35/ La polémica por los gastos de viaje parecería justificarse formalmente, puesto que el problema de la deuda emanó no sólo de un endeudamiento excesivo sino también de un otorgamiento excesivo de préstamos.
- 36/ La moratoria de 1987 se anunció después de que era evidente que el Plan Cruzado había fracasado.
- 37/ Perú recurrió a esta medida porque estimó que el servicio de la deuda del sector privado había pasado a ser un vehículo para la fuga de capitales (Figueroa, 1992).
- 38/ Una demora de 6 meses o más se considera grave. Se reitera que Honduras eliminó la mayoría de sus atrasos con el apoyo financiero de un grupo consultivo de países en 1990.
- 39/ Para una buena síntesis de algunas de las amenazas que acarrearía el incumplimiento, véase Cline (1984).
- 40/ Para una discusión técnica del cobro compulsivo, véase Biggs (1992).

- 41/ En los acuerdos de reprogramación los bancos solían comprometerse a mantener abierto un monto determinado de crédito de corto plazo
- 42/ En efecto, después del anuncio de moratoria de 1987 hubo críticas manifiestas en algunos medios noticiosos y círculos profesionales.
- 43/ El vuelco experimentado por Venezuela es muy reciente. No se convirtió en un modelo de ajuste sino hasta 1989. Además, sus considerables esfuerzos internos se vieron favorecidos en gran medida por un alza del petróleo y la oportunidad de aumentar el volumen de exportaciones debido al quiebre del sistema de cuotas de la OPEP durante la Guerra del Golfo. Venezuela tampoco se ciñó completamente a las reglas de juego convencionales en las negociaciones de la deuda, por ejemplo, había entrado en moratoria sobre los pagos de amortizaciones en 1982-83 e importantes atrasos en los pagos de intereses durante parte del período 1989/1990.
- 44/ Stallings (1990) sugiere que el carácter autoritario de los regímenes puede haber sido un factor importante para un ajuste exitoso.
- 45/ Cabría mencionar algunos factores adicionales que intervinieron aquí. La destacada posición geopolítica de Costa Rica en Centroamérica significó que el país recibiera un promedio de 176 millones de dólares anuales en donaciones oficiales. Esto explicaría en parte el carácter moderado de su moratoria crediticia. A su vez, Bolivia también se benefició de transferencias oficiales —especialmente entre 1987 y 1988 cuando representaron en promedio 140 millones de dólares anuales— y de la voluminosa repatriación de capital de los residentes en los tres primeros años del programa económico de Paz Estenssoro. La transferencia global del Perú muestra un cambio adverso en 1989 debido a un aumento de la fuga de capitales que correspondió al quiebre de las expectativas sobre el programa económico del país. La tendencia adversa en Argentina en 1989 obedeció también al colapso de su programa económico y de las expectativas en abril de ese año.
- 46/ Para un análisis legal detallado, véase Biggs (1992).
- 47/ No obstante, en asuntos legales como éste existe siempre la amenaza potencial de que los problemas experimenten una escalada.
- 48/ Nótese que los bancos no incluyeron los atrasos en el ejercicio de reducción de la deuda; éstos se reprogramaron en condiciones menos favorables. (Véase CEPAL, 1990b y 1990c).
- 49/ Esto obedece a que los inversionistas privados tienen que enfrentar incertidumbres respecto al acceso a divisas y pagos públicos, así como la evolución de variables claves tales como el tipo de cambio, tasas de interés, líneas de crédito externas, etc.
- 50/ Bolivia manifestó receptividad a la preocupación de los Estados Unidos por el narcotráfico. En Argentina, las privatizaciones —en que han mostrado interés los grandes bancos— y la cooperación con los aliados en la Guerra del Golfo, han reducido probablemente las tensiones en torno a la moratoria del país.
- 51/ Para un análisis de las deficiencias de la estrategia de la deuda y las propuestas para superarlas, véase CEPAL (1990a), y Abbate, Lawrence y Miroux (1992).
- 52/ Un análisis del problema del financiamiento insuficiente figura en CEPAL (1990a). En esencia, el financiamiento insuficiente del sistema voluntario del Plan Brady conduce a una reducción modesta de la deuda. Por ende, frente a la restricción del financiamiento, los atrasos temporales serían una vía más segura, aunque subóptima, para financiar los programas de ajuste del FMI.

Cuadro 1  
**AMERICA LATINA: INTERESES ATRASADOS SOBRE LA DEUDA EXTERNA**  
*(millones de dólares)*

AÑOS	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Total</b>	<b>129</b>	<b>247</b>	<b>916</b>	<b>1.893</b>	<b>-489</b>	<b>791</b>	<b>4.861</b>	<b>328</b>	<b>8.167</b>	<b>9.120</b>
<b>Exportadores de petróleo</b>	<b>12</b>	<b>47</b>	<b>114</b>	<b>419</b>	<b>536</b>	<b>713</b>	<b>1.280</b>	<b>668</b>	<b>766</b>	<b>881</b>
Bolivia	12	39	26	95	137	56	48	-306	-58	-44
Colombia	0	0	0	0	5	-5	2	-1	2	25
Ecuador	0	0	0	0	9	4	446	341	271	460
México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Perú	0	8	88	324	384	657	782	635	548	446
Venezuela	0	0	0	0	1	1	2	-1	3	-6
<b>No exportadores de petróleo</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>919</b>	<b>1.270</b>	<b>-1.118</b>	<b>-212</b>	<b>2.912</b>	<b>-1.034</b>	<b>6.552</b>	<b>7.542</b>
Argentina	0	0	837	1.237	-1.297	-291	-135	1.777	3.405	1.699
Brasil	28	29	74	27	166	54	3.033	-2.838	3.162	5.803
Chile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Paraguay	0	0	8	6	13	25	14	27	-15	40
Uruguay	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	<b>89</b>	<b>171</b>	<b>-117</b>	<b>204</b>	<b>93</b>	<b>290</b>	<b>669</b>	<b>694</b>	<b>849</b>	<b>697</b>
Costa Rica	84	145	-214	51	-53	67	140	60	105	-305
El Salvador	0	0	0	0	2	2	1	4	14	-17
Guatemala	0	0	0	10	30	19	24	13	21	81
Haití	0	0	0	9	2	-1	1	5	-1	8
Honduras	2	2	7	19	14	19	44	28	29	-52
Nicaragua	0	18	85	55	139	158	354	229	304	354
Panamá	0	0	1	0	0	-1	16	295	302	404
República Dominicana	3	6	4	60	-41	27	89	59	75	224

Fuente: Calculado del Banco Mundial, *World Debt Tables 1990-91*, Washington, D. C.

**Cuadro 2**  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: INTERESES EN ATRASOS ACUMULADOS**  
**EXPRESADOS COMO PORCENTAJE DE LA DEUDA ACUMULADA**  
*(porcentajes, 1980=año base)*

AÑOS	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>TOTAL</b>	...	...	1	2	2	2	4	5	9	14
<b>Exportadores de petróleo</b>	...	...	...	1	2	3	4	5	7	8
Bolivia	2	8	6	11	15	13	11	5	3	...
Colombia	0	0	0	0	...	0	...	...	...	...
Ecuador	0	0	0	0	...	...	10	17	20	25
México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Perú	0	...	5	14	19	24	266	32	35	35
Venezuela	0	0	0	0	...	...	...	...	...	0
<b>No exportadores de petróleo</b>	...	...	2	3	2	1	4	3	11	19
Argentina	0	0	4	10	3	2	1	7	15	21
Brasil	...	...	1	1	1	1	7	1	9	21
Chile	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Paraguay	0	0	2	3	3	5	4	7	5	10
Uruguay	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Centroamérica y el Caribe</b>	4	5	2	3	3	5	7	10	14	15
Costa Rica	15	26	1	5	1	4	11	16	21	8
El Salvador	0	0	0	0	...	...	...	1	2	...
Guatemala	0	0	0	1	3	4	5	7	8	12
Haití	0	0	0	2	3	2	2	3	3	4
Honduras	1	1	2	4	3	4	6	7	9	6
Nicaragua	0	2	5	6	8	10	14	16	18	20
Panamá	0	0	...	...	...	0	1	10	19	27
República Dominicana	3	3	2	7	3	4	8	11	14	21

Fuente: Banco Mundial, *World Bank Debt Tables 1989-90; 1990-91*, Washington, D. C.

(...) = no significativo

**Cuadro 3**  
**AMERICA LATINA: COEFICIENTES DEUDA/EXPORTACIONES a/**  
*(porcentajes)*

Países	1979	1982	1986	1990
<b>Grupo I</b>				
Argentina	207	475	610	499
Bolivia	227	327	530	389
Brasil	353	418	460	351
Costa Rica	213	285	281	155
Ecuador	147	198	345	363
Perú	228	281	429	416
<b>Grupo II</b>				
Colombia	115	232	233	209
Chile	184	370	405	167
México	262	337	459	258
Uruguay	141	276	349	338
Venezuela	154	183	347	161

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Deuda externa total.

**Cuadro 4**  
**AMERICA LATINA: COEFICIENTES DE REFINANCIAMIENTO**  
**SOBRE EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL**  
*(porcentajes)*

	1980	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Grupo I</b>									
Argentina	37,5	36,4	55,4	54,6	73,3	78,1	84,2	80,9	79,4
Bolivia	80,8	85,2	80,0	78,1	73,1	73,0	79,2	81,3	82,7
Brasil	57,5	55,7	60,9	67,2	70,6	74,9	74,0	77,7	75,7
Costa Rica	61,8	65,6	75,1	79,7	80,2	79,0	78,4	78,0	77,9
Ecuador	55,0	50,4	73,0	79,0	82,7	88,5	85,8	84,0	83,3
Perú	61,9	56,6	68,4	70,3	72,4	70,2	68,3	65,8	63,7
<b>Grupo II</b>									
Colombia	58,9	58,1	60,2	64,2	67,2	79,3	81,3	81,5	82,9
Chile	38,9	30,3	36,8	53,8	63,3	69,5	72,3	69,9	59,5
México	59,1	59,9	71,8	73,5	75,1	75,2	77,1	80,0	79,7
Uruguay	67,9	64,2	76,2	77,3	68,8	74,1	72,5	77,2	79,1
Venezuela	36,1	38,7	38,7	50,9	50,2	73,1	71,2	71,4	76,5

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables, 1990-91*, Washington D. C.

Cuadro 5  
**AMERICA LATINA: RELACION ENTRE LOS INTERESES PAGADOS O DEVENGADOS SOBRE LA DEUDA  
 EXTERNA PUBLICA Y LOS INGRESOS PUBLICOS CORRIENTES<sup>a/</sup>**  
 (porcentaje)

Paises	Intereses	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Grupo I</b>													
Argentina	Pagados	3,0	2,3	2,3	4,1	10,3	11,4	12,8	20,5	15,2	16,3	...	...
	Devengados	3,0	2,3	2,3	4,1	10,3	16,6	18,8	15,1	13,9	15,6	...	...
Bolivia	Pagados	...	...	20,2	26,2	50,1	79,0	41,5	16,5	7,3	12,1	...	...
	Devengados	...	...	20,2	26,2	63,6	82,9	59,8	39,2	13,5	20,0	...	...
Brasil	Pagados	...	...	6,6	7,5	8,8	11,2	11,6	10,9	6,7	7,0	12,1	...
	Devengados	...	...	6,6	7,5	8,8	11,2	11,6	10,9	6,7	10,9	9,2	...
Costa Rica	Pagados	...	...	9,8	14,2	12,0	47,8	16,8	24,0	12,3	7,8	...	...
	Devengados	...	...	9,8	14,2	42,2	30,5	20,6	20,1	17,2	21,5	...	...
Ecuador	Pagados	...	8,3	9,6	12,7	17,5	12,9	26,7	18,4	21,3	10,3	...	...
	Devengados	...	8,3	9,6	12,7	17,5	12,9	26,7	18,4	21,3	28,6	...	...
Perú	Pagados	...	...	13,3	12,5	13,0	20,5	9,1	8,2	5,9	5,2	2,5	3,0
	Devengados	...	13,3	12,5	13,0	20,5	23,1	22,4	16,2	12,6	19,0	22,7	...
<b>Grupo II</b>													
Colombia	Pagados	3,6	3,7	4,3	6,7	7,8	8,0	6,4	11,3	10,9	13,4	12,7	13,7
Chile	Pagados	5,8	4,8	4,8	4,9	6,9	7,7	13,9	16,3	19,4	15,7	...	...
México	Pagados	...	...	8,5	9,3	16,8	18,6	16,9	18,0	21,7	19,2	16,5	14,4
Uruguay	Pagados	4,4	3,8	4,1	3,5	5,1	13,0	21,6	20,4	12,8	11,8	...	...
Venezuela	Pagados	...	...	5,7	5,4	7,3	9,1	6,9	7,8	12,4	12,6	...	...

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Incluye el ingreso total del gobierno general más el excedente (o déficit) operacional de las empresas públicas.

(...) = no disponible.

**Cuadro 6**  
**AMERICA LATINA: COEFICIENTES DE REFINANCIAMIENTO**  
**SOBRE EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL <sup>a/</sup>**  
*(porcentajes)*

Países	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Grupo I</b>										
Argentina	74	55	176	193	343	104	150	168	246	...
Bolivia	99	93	208	109	477	624	200	190	...	135
Brasil	119	100	145	120	116	158	167	176	...	...
Costa Rica	95	146	231	48	171	102	216	541	330	410
Ecuador	86	79	150	78	135	124	103	92	168	104
Perú	134	137	97	98	185	285	498	439	707	856
<b>Grupo II</b>										
Colombia	83	77	92	100	96	98	...	221	131	...
Chile	73	74	136	197	68	133	141	165	178	282
México	98	90	98	114	180	170	170	182	396	816
Uruguay	118	77	69	67	382	997	377	256	531	505
Venezuela	127	194	155	281	1296	1536	1954	699	778	593

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ El coeficiente de refinanciamiento corresponde al servicio de la deuda (intereses y amortizaciones, excluido el de corto plazo) dividido por los desembolsos (excluidos los de corto plazo) de nuevos préstamos.

(...) = no disponible.

**Cuadro 7**  
**AMERICA LATINA: RESERVAS INTERNACIONALES<sup>a/</sup>**  
**EN RELACION CON LAS IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS**  
*(número de meses de importaciones)*

Países	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Grupo I</b>												
Argentina	12,0	12,8	6,2	3,4	4,6	2,4	2,5	7,4	5,0	2,5	5,5	2,8
Bolivia	2,2	1,9	1,5	1,0	2,6	2,6	4,6	3,4	2,3	1,3	1,7	3,2
Brasil	8,6	5,0	2,5	2,9	1,9	2,7	7,8	7,5	3,8	3,9	4,2	3,7
Costa Rica	1,8	0,9	1,1	1,2	2,6	3,3	3,9	4,8	4,7	3,6	4,7	4,3
Ecuador	3,5	3,3	4,2	2,4	1,3	4,2	3,6	4,0	3,5	2,2	2,2	2,9
Perú	2,3	7,3	6,0	2,9	3,4	4,4	6,5	7,9	4,5	1,7	1,5	2,9
<b>Grupo II</b>												
Colombia	8,3	11,8	10,6	9,5	6,9	4,0	3,1	3,8	6,4	6,5	6,1	6,4
Chile	3,6	4,5	5,3	4,7	4,3	6,0	6,2	7,5	6,4	5,5	5,7	4,3
México	1,9	1,5	1,4	1,5	0,5	3,7	5,4	3,2	4,2	8,7	2,5	2,4
Uruguay	4,4	2,6	2,1	2,5	0,9	2,1	1,5	2,0	4,9	4,5	4,4	4,0
Venezuela	4,8	6,2	5,2	5,7	4,0	10,1	10,7	12,7	7,7	6,6	2,6	5,3

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Reservas totales menos el oro.

**Cuadro 8**  
**AMERICA LATINA: RELACION ENTRE LAS IMPORTACIONES**  
**TOTALES Y LAS EXPORTACIONES TOTALES**  
*(porcentajes)*

Países	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	66	96	132	107	71	63	62	53	77	94	66	54
Bolivia	135	131	81	114	79	86	81	98	126	140	109	90
Brasil	121	130	127	107	113	83	61	61	76	69	55	64
Costa Rica	126	138	138	111	93	101	98	104	96	112	105	113
Ecuador	156	110	102	109	109	69	70	66	86	109	83	80
Perú	86	61	86	122	118	99	79	74	112	126	114	75
Chile	111	113	118	165	108	88	104	88	86	87	80	91
Colombia	87	86	102	140	151	152	103	114	78	89	96	92
México	106	110	109	116	76	47	53	67	75	62	86	94
Uruguay	106	126	140	123	103	85	83	82	79	91	82	75
Venezuela	155	95	76	82	112	57	60	62	100	96	127	66

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

**Cuadro 9**  
**AMERICA LATINA: RELACION ENTRE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA<sup>a/</sup>**  
**Y LOS INGRESOS PUBLICOS CORRIENTES<sup>b/</sup>**  
*(porcentajes)*

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	41	34	27	41	125	196	164	223	195	245	...	...
Bolivia	...	...	269	424	785	1398	736	580	550	726	...	...
Brasil	...	...	64	66	76	125	147	140	114	120	107	...
Costa Rica	...	...	128	269	365	299	239	254	227	232	...	...
Ecuador	...	104	110	126	121	193	217	186	264	359	...	...
Perú	...	...	151	142	164	262	255	314	303	310	451	652
Colombia	60	55	63	83	82	106	91	141	151	166	155	160
Chile	87	64	47	45	66	96	162	210	230	213	...	...
México	...	...	74	83	140	188	160	174	267	257	201	155
Uruguay	57	50	38	38	55	156	192	194	148	136	...	...
Venezuela	...	...	49	50	55	75	84	96	181	196	...	...

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Deuda pública y con aval del Estado -Banco Mundial, *World Debt Tables, 1990-91*.

b/ Incluye los ingresos totales del gobierno general más el excedente (o déficit) operacional de las empresas públicas.

(...) = no disponible.

**Cuadro 10**  
**RELACION ENTRE LOS INTERESES DEVENGADOS**  
**SOBRE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA Y EL DEFICIT DEL SECTOR**  
**PUBLICO NO FINANCIERO <sup>a/</sup>**  
*(porcentajes)*

Países	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>Grupo I</b>										
Argentina	8	7	13	22	33	64	79	54	...	...
Bolivia	88	94	91	52	21	206	-78	125	...	...
Brasil	136	54	48	67	85	68	69	63	44	...
Costa Rica	31	356	309	-944	-147	-194	-322	-218	...	...
Ecuador	34	39	61	63	600	-2.891	159	156	...	...
Perú	67	32	29	33	64	168	49	23	23	23
<b>Grupo II</b>										
Colombia	33	21	23	19	20	59	848	155	125	155
Chile	-34	-397	59	79	114	224	494	-2.037	...	...
México	27	14	24	59	60	53	33	31	41	65
Uruguay	-108	59	13	90	120	236	772	496	...	...
Venezuela	-24	-111	26	131	-25	-33	241	-528	...	...

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

(...) = no disponible.

Nota: signo (-) significa excedente.

**Cuadro 11**  
**AMERICA LATINA: COEFICIENTE DE REFINANCIAMIENTO**  
**SOBRE EL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA <sup>a/</sup>**  
*(porcentajes)*

Países	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Argentina	69	47	70	113	49	134	684	94	186	152	322	611
Bolivia	67	81	66	75	139	197	184	282	62	84	86	83
Brasil	47	68	98	91	95	93	81	282	220	440	189	440
Costa Rica	81	66	48	64	196	87	158	123	236	606	325	256
Ecuador	39	87	57	59	400	197	120	148	86	156	151	162
Perú	90	83	121	126	72	57	74	163	163	131	225	149
Colombia	131	65	52	51	71	67	62	77	71	194	124	140
Chile	83	93	160	152	79	49	76	90	151	185	123	247
México	74	95	86	61	79	159	220	269	264	125	220	331
Uruguay	103	66	74	62	52	61	217	185	163	152	181	146
Venezuela	30	40	103	113	140	111	363	727	714	556	186	207

Fuente: Calculado del Banco Mundial, *World Debt Tables 1990-91*, Washington D. C., 1990 y estimaciones de la CEPAL.

a/ El coeficiente de refinanciamiento corresponde al servicio de la deuda (intereses devengados y amortizaciones) sobre la deuda pública dividido por los desembolsos al sector público (excluidos los de corto plazo).

Cuadro 12  
**AMERICA LATINA: RELACION ENTRE LA TRANSFERENCIA  
NETA DE RECURSOS EXTERIORES AL SECTOR PUBLICO <sup>a/</sup>  
Y LOS INGRESOS PUBLICOS CORRIENTES <sup>b/</sup>**  
*(porcentajes)*

Países	Antes de la crisis		Durante la crisis	
	Período	Promedio anual	Período	Promedio anual
Argentina	80-82	7	83-87	-7
Bolivia	80-81	16	82-85 86-87	-28 19
Brasil	80-82	1	83-84 85-88	3 -8
Costa Rica	80-82	12	83-87	-11
Ecuador	80-81	16	82-85 86-87	-12 4
Perú	80-81	-8	82-84 85-89	21 4
Colombia	80-82	8	83-86 87-89	8 -10
Chile	80-81	-5	82-84 85-87	7 -5
México	80-82	6	83-86 87-89	-15 -11
Uruguay	80-83	6	84-87	-11
Venezuela	80-83	-2	84-87	-14

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales y datos del Banco Mundial.

a/ Pagos de intereses y amortizaciones por el sector público menos los desembolsos que recibe.

b/ Incluye los ingresos totales del gobierno general más el excedente (o déficit) operacional de las empresas públicas.

Cuadro 13  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: PERIODOS DE MORATORIA**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
<b>Países exportadores de petróleo</b>										
Bolivia	*****									
Ecuador	*****									
	<><><><><><><><><><>									
Perú	*****									
	<><><><><><><><><><>									
Venezuela	_____ I sem.									
<b>Países no exportadores de petróleo</b>										
Argentina	*****		*****						*****	
Brasil	*****				_____		*****			
Paraguay	*****									
Costa Rica	_____	_____		_____					_____	
	****	*****								
Cuba	*****									
República Dominicana	*****				*****					
El Salvador	.....									
Guatemala	.....									
Haití	.....									
Honduras	*****									
	<><><><><><><><><><>									
Nicaragua	*****									
	<><><><><><><><><><>									
Panamá	*****						*****			
	<><><><><><><><><><>									

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales.  
 Símbolos:  
 \_\_\_\_\_ Bancos comerciales,  
 \*\*\*\*\* Acreedores del Club de París,  
 <><><><><><><><><><> Acreedores multilaterales,  
 ..... Información incompleta

Cuadro 14  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DESEMPEÑO ECONOMICO DE LOS  
 DEUDORES PROBLEMA**

Crecimiento / Inflación	Sostenido		Esporádico o Insignificante	
	Moratoria	Sin moratoria	Moratoria	Sin moratoria
Estabilidad de precios relativa	CRI(1986-90) PAR(1987-90)	CHI(1984-90) MEX(1989-90)	BOL(1986-90) CUBA(1986-90) HON(1982-90) CRI(1982-85)	CHI(1982-83)
Severa o en franco aumento	GUAT(1987-90)		ARG(1983-84) ARG(1988-90) BRA(1987) BRA(1989-90) ECU(1987-90) PER(1984-90) BOL(1982-85) NIC(1982-90) DR(1982-90) PAR(1982-85) EL SAL(1985-90) HAI(1984-90) GUAT(1984-86)	MEX(1982-88) VEN(1982-90) <sup>a/</sup> URU(1982-90)

Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Económico.

a/ Hay indicios de que los años venideros este país podría sumarse a Chile y México en el casillero del extremo superior izquierdo.

**Cuadro 15**  
**AMERICA LATINA: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS**  
**CORRESPONDIENTE A SEIS PAISES EN MORATORIA<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

Países	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988c/	1989b/	1990b/	1991c/
<b>Argentina</b>										
Total	-3.033	-5.429	-3.050	-3.321	-2.448	-2.162	-1.654	-6.465	-4.615	-200
Crédito	-4.460	-5.880	-3.583	-2.778	-2.477	-1.271	-1.126	-6.534	...	...
<b>Bolivia</b>										
Total	-182	-117	-55	66	274	201	120	41	105	295
Crédito	-237	-200	-80	-273	86	-73	-82	-24	...	...
<b>Brasil</b>										
Total	-2.381	-6.060	-6.133	-11.414	-9.056	-6.747	-14.545	-11.854	-7.044	-8.550
Crédito	-2.399	-5.110	-6.559	-10.328	-7.048	-5.034	-14.423	...	...	...
<b>Costa Rica</b>										
Total	24	39	-109	81	11	184	285	333	188	315
Crédito	-176	-145	-366	-268	-241	-185	-237	-138	...	...
<b>Ecuador</b>										
Total	2	-561	-777	-956	-469	253	-353	-306	-435	-415
Crédito	248	-991	-627	-1.041	583	895	-152	-294	...	...
<b>Perú</b>										
Total	658	-72	-535	-816	113	275	480	-422	365	1.790
Crédito	962	-316	15	-580	-71	159	446	-211	...	...

Fuente: CEPAL, Estudio Económico para América Latina y el Caribe 1989, Santiago de Chile, 1990.

a/ La transferencia total corresponde a los flujos netos de capital menos los pagos netos de factores.

La transferencia crediticia corresponde a los préstamos netos de mediano, corto y largo plazo menos los pagos de intereses.

b/ CEPAL, "Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1990".

c/ CEPAL, "Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1991".

(...) = no disponible.

ANEXO.

Atraso

Cuadro A1  
**AMERICA LATINA: INTERESES EN APROBOS CON LA BANCA COMERCIAL**  
 (Millones de dólares)

Países	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Total</b>	1.244	3.453	2.228	1.222	1.518	5.878	5.417	13.557	20.947
<b>Países exportadores de petróleo</b>									
Bolivia	51	145	414	743	1.204	2.042	2.986	3.944	4.796
Colombia	...	...	64	...	...	...	...	...	...
Ecuador	...	...	...	...	...	368	804	1.243	1.544
México	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Perú	...	68	294	466	944	1.357	1.946	2.508	3.096
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>No exportadores de petróleo</b>									
Argentina	937	3.308	1.743	442	260	3.667	1.965	8.702	15.265
Brasil	937	968	1.743	442	257	228	1.949	5.216	6.823
Brasil	...	2.340	...	...	...	3.430	...	3.454	8.376
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Paraguay	...	...	...	...	3	9	16	32	66
Uruguay	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Centroamérica y el Caribe									
Caribe	256	...	71	37	54	169	466	911	886
Costa Rica	242	...	45	1	54	154	248	372	...
El Salvador	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Guatemala	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Haití	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Honduras	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Nicaragua	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Panamá	...	...	...	...	...	15	218	472	728
República Dominicana	14	...	26	36	...	...	...	67	158

Fuente: Institute of International Finance.

(...) = no disponible.

### Bibliografía

- Abbate, Francesco, Roger Lawrence y Anne Miroux (1992), "Los atrasos de los países de América Latina con los acreedores del Club de París: problemas y opciones", en este volumen.
- Altimir, Oscar (1990) "Desarrollo, crisis y equidad", en *Revista de la CEPAL*, nº 40 (LC/G. 1613-P), CEPAL, Santiago, Chile, abril.
- Bianchi, Andrés, Robert Devlin y Joseph Ramos (1987), "El proceso de ajuste en la América Latina, 1981-86", en *El trimestre económico*, vol. 54(4), nº 216, Fondo de Cultura Económica, México, D. F., octubre.
- Biggs, Gonzalo (1992), "Cobro judicial de la deuda pública externa morosa de América Latina: derechos y defensas de las partes respectivas", en este volumen.
- Bouzas, Roberto y Saul Keifman (1988), "Las negociaciones financieras externas de la Argentina en el período 1982-87", *Entre la heterodoxia y el ajuste. Negociaciones financieras externas de América Latina (1982-87)*, Roberto Bouzas (ed.), Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano (GEL), Programa de Estudios Conjuntos sobre las Relaciones Internacionales de América Latina (RIAL).
- Cariaga, Juan (1992), "La moratoria boliviana y el ajuste económico exitoso", en este volumen.
- Castro, Fidel (1985), *La cancelación de la deuda externa y el nuevo orden económico internacional como única alternativa. Otros asuntos de interés político e histórico*, Editora Política, La Habana.
- CEPAL (1964), *El financiamiento externo de América Latina* (E/CN.12/649/Rev. 1), Nueva York, primera parte, diciembre.
- (1978) *Tendencias y proyecciones a largo plazo del desarrollo económico de América Latina* (L/CEPAL/1027).
- (1985), *External Debt in Latin America*, Lynne Rienner Publishers. Boulder, Colorado.
- (1988), *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe* (LC/G.1487/Rev. 1-P), serie Estudio e informes de la CEPAL, nº 72, Santiago de Chile.
- (1989), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1988* (LC/G.1577-P), Santiago de Chile.
- (1990a), *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda* (LC/G.1605-P), serie Libros de la CEPAL, nº 26, Santiago de Chile.
- (1990b), *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1990* (LC/G.1646), Santiago de Chile.
- (1990c), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 1989* (LC/G.1635-P), Santiago de Chile.

- Cline, William (1984), *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Washington, D. C., Institute for International Economics.
- de Freitas, Carlos (1992), "Breve historia de las moratorias brasileñas", en este volumen.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America. The Supply Side of the Story*, Princeton University Press. Princeton, Nueva Jersey.
- Fanelli, José María, Roberto Frenkel y Guillermo Rozenwurcel (1990), *Growth and Structural Reform in Latin America. Where we Stand*, Documento CEDES, n° 57, Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES). Buenos Aires.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1986), "Notas sobre el desarrollo económico y la deuda externa en América Latina", *Desarrollo Económico*, vol. 25, n° 100, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), Buenos Aires, enero-marzo.
- Figuroa, Leonel (1991), "La administración de la moratoria peruana", en este volumen.
- Fosatti, Fabio (1991), *Debt Adjustment and Conflict: A Comparative Analysis of Argentina, Peru and Venezuela*, Department of Political Science, University of Florence, 20 de julio.
- Friedman, Irving (1980), *The New Climate for Evaluating Country Risk*, documento presentado a la International Bankers Roundtable, Cannes, 12 al 14 de junio.
- Frohmann, Alicia (1986), *Democracia, deuda externa y disciplinamiento económico. Las relaciones entre Argentina y Estados Unidos, 1983-85*, Documento de trabajo, n° 298, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO), Santiago de Chile, junio.
- — (1989), *Actores privados y estatales en la relación Argentina-Estados Unidos*, serie Estudio No. 5, Rosario, Centro de Estudios de Relaciones Internacionales de Rosario (CERIR), Argentina, septiembre.
- Galbraith, John Kenneth (1975), *Money*, Houghton Mifflin. Boston.
- Hector, Gary (1985), "Third World debt: the bomb is defused", *Fortune*, vol. 111, n° 4, 18 de febrero.
- Instituto de Finanzas Internacionales (IIF) (1990), *Improving the Official Debt Strategy: Arrears Are not the Way*, Washington, D. C., mayo.
- Kaufman, Robert y Barbara Stallings (1989), "Debt and democracy in the 1980s: the Latin American experience", *Debt and Democracy in Latin America*, Barbara Stallings y Robert Kaufman (eds.), Westview Press. Boulder, Colorado.
- Khan, Moshin (1990), "The macroeconomic effects of Fund-supported adjustment programs", *IMF Staff Papers*, vol. 37, n° 2, Washington, D. C., junio.
- Kindleberger, Charles (1978), *Manias, Panics & Crashes*, Basic Books. Nueva York.

- Krueger, Anne (1987), "Origins of the developing countries' debt crisis, 1970 to 1982", *Journal of Development Economics*, vol. 27, n° 1-2, Amsterdam, octubre.
- Latin American Weekly Report* (1989), "Amid the non-news about Brazil's non-payment, an internal threat", Latin American Newsletters Ltd., Londres, 28 de septiembre.
- (1990), "Peru: court action by U. S. banks", Latin American Newsletters Ltd., Londres, 15 de marzo.
- LDC Debt Report* (1991), Washington D. C., 29 de abril.
- Machinea, José Luis y Juan Sommer (1992), "El manejo de la deuda externa en condiciones de crisis en la balanza de pagos: la moratoria argentina 1988-89", en este volumen.
- O'Connell, Arturo (1992), "El problema de atraso con las agencias financieras multilaterales", en este volumen.
- Rodríguez, Ennio (1992), "La administración de las restricciones unilaterales de pago y el desarrollo: el caso de Costa Rica", en este volumen.
- Simonsen, Mario H. (1985), "The developing-country debt problem", *International Debt and the Developing Countries*, Gordon W. Smith y John T. Cuddington (eds.), Banco Mundial. Washington, D. C.
- Skidmore, David (1987), "Banks' loss is first in 50 years", *The Washington Post*, 16 de septiembre.
- Skiles, Marilyn (1988), *Latin American International Loan Defaults in the 1930s; Lessons for the 1980s?*, Research Paper, No. 8812, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Nueva York, abril.
- Stallings, Barbara (1990), "Comment", *Latin American Adjustment: How much Has Happened?*, John Williamson (ed.), Institute for International Economics. Washington, D. C.
- The Economist* (1990), "Brazilian debt: blind man's bluff", 27 de octubre.
- Tussie, Diana (1988), "La coordinación de los deudores latinoamericanos: ¿cuál es la lógica de su accionar?", en *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*, Stephany Griffith-Jones (ed.), Fondo de Cultura Económica. México, D. F.
- Wellons, Philip (1987), *Passing the Buck. Banks, Governments and Third World Debt*, Harvard Business School Press. Boston.
- West, Peter (1991), "El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional", *Revista de la CEPAL*, n° 44 (LC/G.1667-P), CEPAL, Santiago de Chile, agosto.
- Williamson, John (1990), *The Progress of Policy Reform in Latin America*, serie Policy Analyses in International Economics, n° 28, Institute of International Economics. Washington, D. C.
- Yepes, Mauricio (1992), "La moratoria ecuatoriana", en este volumen.

PRIMERA PARTE

# EL MANEJO DE LA DEUDA EXTERNA EN CONDICIONES DE CRISIS EN LA BALANZA DE PAGOS: LA MORATORIA ARGENTINA 1988-89

*José Luis Machinea y Juan Sommer*

## Introducción

Desde la crisis de 1982, el tema de la deuda externa ha dado lugar a una amplia literatura, donde se han analizado diversos aspectos de este problema, entre otros, transferencia de recursos, impacto del endeudamiento sobre las cuentas fiscales, efecto sobre la rentabilidad y estabilidad de los bancos acreedores, papel de los organismos internacionales, posibles soluciones al problema del sobreendeudamiento, conveniencia de acciones conjuntas de los países deudores, etc.

A diferencia de ellos, en este trabajo se analiza un aspecto específico: la "moratoria de hecho" en que incurrió la Argentina a partir de abril de 1988. Por lo tanto, si bien se discuten brevemente algunos de los aspectos previamente mencionados, el énfasis se pone en el análisis de las razones, principales características y consecuencias de dicha moratoria. Aunque la moratoria continúa hasta la fecha (abril de 1990), con atrasos acumulados con la banca comercial por más de 6.000 millones de dólares, el análisis cubre sólo el período del Gobierno del Dr. Alfonsín, o sea, hasta julio de 1989.

Resulta difícil comprender las características y efectos de las decisiones tomadas por el gobierno argentino durante ese período sin una interpretación de las relaciones que tuvo la Argentina con sus acreedores hasta ese entonces. Con este fin, se incluyen breves consideraciones sobre estas relaciones desde comienzos de la crisis de la deuda.

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En la sección I se analiza brevemente la crisis de la deuda y algunas particularidades del proceso de ajuste de comienzos de los años ochenta. En la sección II se discute la política en relación con la deuda externa seguida por el gobierno radical a

partir de fines de 1983. En la sección III se realiza una evaluación de las negociaciones con los distintos acreedores en el período 1985-88 y se muestra, entre otras cosas, los problemas asociados al continuo desfinanciamiento externo que se observa al comparar los desembolsos con los montos comprometidos originalmente por cada acreedor. En particular, se consideran las difíciles negociaciones que dieron lugar al último desembolso del FMI y los bancos acreedores antes del comienzo de la moratoria. Las tres secciones siguientes se destinan al análisis específico de la moratoria. En la sección IV se discuten las relaciones que el gobierno argentino mantuvo con los organismos internacionales y con los bancos acreedores durante la moratoria. A continuación (sección V), se evalúan los fundamentos que determinaron la forma en que el gobierno administró los pagos externos durante ese período; asimismo, se discute el tema de la protección de las reservas internacionales. Por último, en la sección VI se consideran los efectos de la moratoria sobre la transferencia de recursos al exterior, incluyendo la disponibilidad de líneas de crédito comercial y la fuga de capitales privados.

El trabajo termina con las principales conclusiones en cuanto a decisiones de política y a los aspectos instrumentales que pueden derivarse de la moratoria iniciada en 1988, y algunas reflexiones de tipo general sobre el problema de la deuda, que sugieren las negociaciones mantenidas por Argentina con sus acreedores entre 1984 y 1989, incluyendo la experiencia de la moratoria. Los tres apéndices tratan de los acuerdos con la banca acreedora, la metodología para estimar la transferencia de recursos al exterior, y el tema de la transferencia interna.

## **I. Crisis de la deuda y proceso de ajuste**

Hasta mediados de la década de 1970, la deuda externa de la Argentina, como la del resto de América Latina, se explicaba básicamente por el financiamiento ligado a operaciones comerciales, formas encubiertas de inversión extranjera y, en menor medida, por el endeudamiento utilizado para financiar las recurrentes crisis de balance de pagos. Esta situación cambió radicalmente durante los últimos años del decenio. En ese entonces, y como consecuencia de la abundante liquidez internacional y del correspondiente cambio en la estrategia de la banca comercial, aumentó considerablemente la oferta de préstamos financieros.

En este contexto, la mayoría de los países en desarrollo incrementó su endeudamiento externo. La Argentina no fue una excepción (cuadro 1). Más aún, en el marco de una política de liberación financiera, alto déficit fiscal y utilización del tipo de cambio como principal instrumento antiinflacionario, el país no sólo se endeudó sino que además utilizó una parte sustancial de los recursos externos para financiar una fuga de capitales privados sin precedentes (Feldman y Sommer, 1986).

La apreciación de la moneda local produjo, en 1980, un desequilibrio en cuenta corriente de 4.768 millones de dólares, que fue financiado con las reservas internacionales y el endeudamiento externo, principalmente del sector público (cuadro 2).

La continua caída de las reservas internacionales, en una situación de desequilibrio externo insostenible, produjo el comienzo de un largo y penoso proceso de ajuste de balance de pagos. Varios acontecimientos habrían de complicar este proceso. En primer lugar, una brusca caída en los precios internacionales de los productos agropecuarios generó un deterioro de los términos del intercambio de 14% entre 1980 y 1983 (cuadro 3). Este factor explica una pérdida de ingreso nacional de 2,1% entre estos años (cuadro 4).

En segundo lugar, la política monetaria restrictiva implantada por la Reserva Federal, en un contexto de fuerte desequilibrio fiscal y expectativas de aceleración inflacionaria, produjo un aumento sin precedentes de las tasas de interés en los mercados internacionales. Este factor, unido a la caída en los precios de exportación, determinaron tasas de interés altamente positivas en términos reales (cuadro 3).<sup>1/</sup>

En tercer lugar, la banca comercial internacional se retiró como oferente de fondos para los países en desarrollo, lo que dificultó la posibilidad de realizar un ajuste ordenado de las cuentas externas.

Por último, la Guerra de las Malvinas habría de afectar el desequilibrio externo de dos maneras. Por un lado, requirió un considerable gasto en armamentos, y en segundo lugar, hizo imposible negociar con los acreedores externos, lo que generó una acumulación de atrasos en los pagos al exterior.

Los factores mencionados complicaron el ajuste externo y generaron una profunda caída en el nivel de actividad económica.

Por otra parte, los sucesivos intentos por mejorar el tipo de cambio en un contexto de elevado desequilibrio fiscal, produjeron una fuerte aceleración inflacionaria. Además, ante las presiones por reducir el costo del ajuste, el gobierno decidió una licuación de los pasivos internos y externos del sector privado. La licuación de los pasivos internos se alcanzó regulando las tasas de interés, mientras se aceleraba la inflación. Esta política habría de producir una acelerada desmonetización y debilitaría la efectividad de la política monetaria en el futuro.<sup>2/</sup> La reducción de los pasivos externos del sector privado derivó en la práctica en la nacionalización de gran parte de esa deuda externa. La deuda externa del sector público, correspondiente al 53% de la deuda total, en 1980, se incrementó a 70% en 1983 y a 83% en 1985 (cuadro 1).<sup>3/</sup>

La nacionalización de la deuda externa agravó en los años siguientes los requerimientos de transferencias internas para atender los pagos al exterior. A partir de entonces, además de un superávit en el balance comercial, se requeriría un importante superávit operativo del sector privado, de manera tal de poder comprar en el mercado de cambios las divisas necesarias para atender el servicio de la deuda.

Como consecuencia del proceso de ajuste, ya en 1983 la Argentina alcanzaba un superávit en el balance comercial de 3.300 millones de dólares. Este valor debe compararse con el déficit de 2.500 millones de dólares en

1980 (cuadro 2). En realidad, teniendo en cuenta el deterioro de los términos del intercambio, el ajuste fue considerablemente mayor al que reflejan estas cifras. En términos reales, las exportaciones aumentaron 27% mientras que las importaciones cayeron 52%; la absorción interna (consumo e inversión) pasó de 106,9% del PIB, en 1980, a 95,2% en 1983. Si bien el consumo cayó de manera apreciable, el deterioro mayor (al igual que en otros países de América Latina) se produjo en la inversión, la que disminuyó en 1983 a alrededor de 14% del PIB, porcentaje que no sería superado en el resto de la década de 1980.

## **II. Política del Gobierno Radical respecto de la Deuda Externa**

El Gobierno constitucional del Dr. Alfonsín asumió en diciembre de 1983. La deuda externa habría de ser — por su efecto en la transferencia de recursos, su impacto en las cuentas públicas, y la incertidumbre que generaron las continuas negociaciones — la herencia más negativa en el campo económico. En 1983, la deuda externa representaba el 67% del PIB, y sus intereses alcanzaban a 8% del PIB y 69% de las exportaciones.<sup>4/</sup> Además, los atrasos externos sumaban 3.200 millones de dólares, mientras que las reservas internacionales de libre disponibilidad eran inferiores a 500 millones de dólares. Por último, el impacto en el gasto público de los intereses de la deuda pública externa era equivalente a 5,5% del PIB.

### **1. La estrategia inicial**

Los primeros pasos del gobierno democrático frente a los acreedores externos fueron de singular dureza, en especial si se los compara con la actitud de otros deudores. Con un diagnóstico basado en que el cambio de gobierno significaba también un cambio en la correlación de fuerzas en las negociaciones de la deuda externa, se suspendió por 180 días el pago de los servicios de la deuda con los bancos, al mismo tiempo que se anunciaba que se revisaría su "legitimidad". Por otro lado, sin previo acuerdo con el FMI, se intentó negociar préstamos y refinanciaciones con la banca acreedora por montos significativos y a tasas relativamente bajas.

Esta estrategia llevó a una situación de semi enfrentamiento con los acreedores y al mantenimiento de atrasos en los pagos, proceso que se había iniciado en 1982, con ocasión de la Guerra de las Malvinas. Como parte complementaria de esta posición, el gobierno buscó caminos de negociación política a través del Consenso de Cartagena. Sin embargo, los acuerdos logrados con otros países de América Latina no condujeron a acciones concretas.

Las negociaciones con los bancos, llevadas a cabo con la activa participación de representantes del Gobierno de los Estados Unidos y de varios países de América Latina, derivaron, en abril de 1984, en la concreción de un préstamo puente de países latinoamericanos por 300 millones de dólares y préstamos de la banca comercial por 225 millones de dólares.<sup>5/</sup>

La falta de compromisos de nuevos financiamientos de los acreedores para cubrir los vencimientos de los préstamos puente, fue sustituida por garantías otorgadas por el gobierno para su cancelación. En particular, los fondos aportados por la banca acreedora tenían como garantía depósitos de la Argentina inmovilizados en la Reserva Federal (García y Junco, 1987). Los recursos recibidos mediante estos préstamos y una parte importante del superávit comercial fueron utilizados para pagar intereses a la banca acreedora durante el primer semestre de 1984.

Acuerdos de este tipo se concretaron a fin de marzo y junio de 1984, en parte como consecuencia de la presión que ejercieron los acreedores externos. Estos buscaban, en primer lugar, evitar que los entes reguladores de la actividad bancaria en los Estados Unidos calificaran negativamente la deuda argentina, ya que ello afectaría sus balances. Pero también querían evitar que Argentina llegara a una situación de difícil retorno, lo que podría ocurrir en caso de una declaración formal de moratoria.

La mayor parte de los gobiernos de los países de la región también contribuyeron a que la Argentina se encaminara hacia una solución negociada. La principal razón era que, en su mayoría, habían alcanzado acuerdos de renegociación de sus respectivas deudas dentro de las pautas tradicionales. Inclusive puede pensarse que este hecho fue uno de los factores que frenaron cualquier propuesta de acción conjunta en el marco del Consenso de Cartagena.<sup>6/</sup>

El período transcurrió con continuas presiones para que el gobierno negociara con el FMI, cambiando una actitud que había llegado a su punto límite en junio de 1984, cuando las autoridades argentinas enviaron al FMI una carta de intención redactada unilateralmente.

La presión de los acreedores externos encontró un campo más fértil durante el segundo semestre. Entonces, era evidente que el programa económico inicial se había agotado rápidamente, sin poder resolver los problemas que mantenían a la economía argentina con tasas de inflación elevadas, alto déficit fiscal, problemas de balance de pagos y un crónico estancamiento.

## 2. El camino de las negociaciones

En el tercer trimestre de 1984, el gobierno argentino entabló negociaciones con el FMI, que culminaron en septiembre de ese año con un *stand-by* por 1.419 millones de dólares y un préstamo compensatorio por caída de exportaciones de 270 millones de dólares. Las políticas comprometidas en este acuerdo se enmarcaban en los patrones tradicionales del FMI, es decir, aumento de tarifas de los servicios públicos, aumentos del tipo de cambio, reducción del déficit fiscal y, en especial, una fuerte contracción monetaria.

Concretado el *stand-by*, se iniciaron negociaciones con los bancos acreedores y con el Club de París, que culminaron en acuerdos a fines de 1984 y a comienzos de 1985, respectivamente.

Cabe mencionar que en el transcurso del tercer trimestre, sin haber alcanzado acuerdo alguno con el FMI y los bancos, la Argentina canceló los 425 millones de dólares que había recibido como préstamo puente de gobiernos

latinoamericanos y de bancos acreedores. Además, como parte de los acuerdos con el FMI y la banca acreedora, durante el cuarto trimestre de 1984 se siguió una política de fuerte disminución de atrasos. Como estos pagos se realizaron sin que los bancos ni el FMI desembolsaran dinero fresco, a fines de ese año las reservas internacionales se redujeron considerablemente.

En síntesis, a partir de 1984, el gobierno argentino encaró las negociaciones con los acreedores externos con base en el diagnóstico de que el problema de la deuda externa era de solvencia y no de liquidez, como ellos sostenían. A partir de este enfoque, se planteó el objetivo de reducir las transferencias al exterior vinculadas con los intereses de la deuda externa, ya que esas transferencias atentaban contra la posibilidad de crecimiento del país. Inicialmente, se trató de alcanzar este objetivo a través de una estrategia de semienfrentamiento.<sup>71</sup> Sin embargo, a los nueve meses de haber asumido, el gobierno firmó un acuerdo con el FMI, dentro de los lineamientos tradicionales de esta Institución.

### **3. Las negociaciones externas en el período 1985-88**

A partir de 1985, manteniendo el objetivo de minimizar la transferencia de recursos, la estrategia del gobierno se enmarcó claramente en el camino de la negociación. En esta decisión, no sólo tuvo importancia el fracaso de la alternativa planteada inicialmente, sino también los efectos que tuvieron los años de aislamiento internacional que vivió la Argentina como consecuencia de las violaciones de los derechos humanos y la Guerra de las Malvinas. En otras palabras, el gobierno consideraba fundamental reinsertar al país en el contexto internacional, y ello era muy difícil si se mantenía una posición aislada de enfrentamiento en el tema de la deuda.

La estrategia de minimizar la transferencia de recursos requería en lo inmediato un crecimiento de la deuda externa. Esto no era contradictorio con el diagnóstico de que el problema de la deuda era de solvencia, ya que se partía de la idea de que tarde o temprano (y más probablemente tarde), se iba a reconocer el carácter de impagable de la deuda y, por ende, se encontrarían caminos que condujeran a soluciones más estables a través de disminuciones en el capital o en el pago de los servicios. Para avanzar en el reconocimiento de esta situación, el gobierno argentino planteó su posición ante los más diversos foros internacionales, e hizo esfuerzos a través de un mayor intercambio de información y debate para buscar un acercamiento con otros deudores. Si bien los beneficios de corto plazo de esta estrategia no parecen haber sido importantes, es probable que al menos haya servido para reducir la importancia de posiciones extremas entre los acreedores.

Además, los planteamientos hechos sirvieron de base para posteriores cambios en la posición de los países acreedores. A medida que era evidente que la estrategia seguida llevaba a los países endeudados a una crisis cada vez más profunda, los acreedores se vieron en la necesidad de ir modificando su diagnóstico inicial. Como consecuencia, fueron aceptando, en forma paulatina, acuerdos que involucraban un reconocimiento de la insolvencia de los deudores. El Plan Brady, las disminuciones de intereses y de capital, y la re-

compra de parte de la deuda a precios cercanos a los del mercado secundario, constituyeron componentes de los acuerdos con bancos acreedores, cerrados por algunos países luego de 1989.

Nada de esto existía en el momento de lanzarse el Plan Austral, en junio de 1985. Por lo tanto, las negociaciones con los acreedores en el contexto de este programa siguieron las pautas vigentes en ese entonces, con las salvedades que se hacen más adelante.

Como consecuencia de la nueva política económica, se reformuló el *stand-by* con el FMI y se dio fin al acuerdo con la banca acreedora. Ello permitió el desembolso de un monto considerable de los créditos acordados, posibilitando el incremento de las reservas y la disminución de los atrasos. Por otra parte, el financiamiento externo constituyó uno de los puntales del programa económico de junio de 1985, ya que hacía posible financiar el déficit fiscal sin emisión monetaria y, más importante aún, mejorar la credibilidad interna y externa. El objetivo de revertir las expectativas con apoyo externo era fundamental para un gobierno que durante más de un año no había podido abordar con éxito el problema económico y para un equipo económico cuya formación profesional no era garantía suficiente para el mundo de los negocios. En esas condiciones, aceptar las reglas de juego entonces existentes, aplicadas en las negociaciones de un amplio número de países, era un beneficio compartido para la Argentina y sus acreedores.

Desde 1985 en adelante, las negociaciones tuvieron el objetivo de obtener financiamiento para reducir las transferencias al exterior al 50% de los vencimientos por intereses. En el cuadro 6 se muestra una estimación de las transferencias realizadas durante 1984-88, y su comparación con las que hubiesen sido necesarias para pagar la totalidad de los servicios de la deuda.

Si bien en términos generales puede afirmarse que el objetivo de limitar el pago neto de los intereses al 50% de los vencimientos se cumplió, su obtención no estuvo exenta de ciertos costos. En primer lugar, el financiamiento obtenido no fue resultado de unas pocas negociaciones, sino fruto de negociaciones permanentes con cada uno de los acreedores. Este proceso generó demoras en los desembolsos, atrasos en los pagos y, en consecuencia, introdujo en forma recurrente incertidumbre en el mercado interno, con su efecto sobre las tasas de interés y el tipo de cambio. En segundo lugar, varias negociaciones fueron extremadamente difíciles, y en diversas oportunidades llegaron al borde de la ruptura. Además, y como consecuencia de demoras en los desembolsos, en algunas ocasiones, pero nunca de modo tan crítico como a comienzos de 1988, se llegó a una situación límite en términos de reservas internacionales.

Las relaciones con los acreedores externos habrían de tomar otro cariz luego de este último clímax de tensión. Las negociaciones encaradas durante 1988 no permitieron alcanzar nuevos acuerdos con el FMI y los bancos acreedores. Ante la imposibilidad de obtener nuevos desembolsos de estos acreedores, la Argentina entró en una situación de moratoria de pagos a partir del segundo semestre de 1988.

#### **4. Cooperación entre países endeudados**

Es evidente que, a pesar de que el problema de la deuda ya lleva ocho años sin solución, es poco lo que se ha avanzado en materia de cooperación o de acciones conjuntas de los países deudores, tendientes a lograr una menor transferencia de recursos al exterior.

Durante el gobierno radical hubo contactos crecientes entre los negociadores (incluyendo los responsables de los temas legales), que fueron de utilidad para encarar las negociaciones. También ha habido diversas oportunidades en las que ministros y aun presidentes de los países endeudados han planteado una posición conjunta ante los acreedores.<sup>8/</sup> Sin embargo, esta posición común no llegó a materializarse en acciones concretas.

Cabe preguntarse por qué durante tantos años no han habido más intentos de acciones conjuntas y no se han concretado acuerdos en este campo. La respuesta no es sencilla, y requeriría un detenido análisis. Aquí sólo se mencionan algunos aspectos que deberían tomarse en cuenta en este análisis.

En primer lugar, los acreedores siempre fueron lo suficientemente hábiles como para no negociar simultáneamente con dos de los grandes deudores. De esta manera, evitaron que en los momentos de mayor tensión dos o más deudores estuvieran en la misma situación.

En segundo lugar, los países deudores siempre estuvieron en distintas fases de sus programas económicos. Individualmente, en distintos momentos, cada uno tuvo la secreta esperanza de que su buena posición económica de corto plazo frente a los demás países les permitiera una negociación privilegiada con los acreedores.

Por último, cabe mencionar que nunca existió una confianza total entre los distintos países. Por lo tanto, siempre hubo el temor de que una negociación con estas características llegara a conocimiento de los países acreedores o fuera utilizada por algún país para obtener una situación de privilegio.

Dos hechos sirven para mostrar la dificultad de llegar a acuerdos concretos. En 1987, el gobierno argentino decidió informar a las más altas autoridades brasileñas de las dificultades por las que atravesaban las negociaciones que el país estaba realizando, y de la decisión de sumarse al Brasil en la moratoria con sus acreedores bancarios si no se lograba un acuerdo en los próximos dos días.

Teniendo en cuenta que el Brasil estaba negociando con los bancos su salida de la moratoria, la información pretendía que el gobierno brasileño tuviera conocimiento de la situación en que podría encontrarse la Argentina en pocos días. En otras palabras, se intentaba evitar que el Brasil negociara sin saber que, eventualmente, podría tener un socio. Al mismo tiempo, para la Argentina era conveniente, en el caso de tener que llegar a una moratoria, que el Brasil no hubiera pactado con sus acreedores. Se planteaba así la eventualidad de una acción conjunta.

Por razones que se desconocen, pero que seguramente tienen que ver con el intento del Brasil de ejercer una presión adicional en la negociación con la banca acreedora, la visita del negociador argentino se hizo pública. De

todos modos, la Argentina llegó esa semana a un acuerdo con el FMI, y al poco tiempo el Brasil firmaba un acuerdo con la banca acreedora.

Otro caso de intento concreto de acción conjunta tuvo lugar durante la Asamblea Anual del FMI y del Banco Mundial, en 1986. En esa oportunidad, México encontraba grandes dificultades para llegar a un acuerdo con los bancos acreedores, lo que hacía peligrar el *stand-by* acordado en principio con el FMI. El tema central de disputa era la ampliación de las refinanciaciones y de los nuevos préstamos y, en menor medida, los montos de la capitalización y de los *on lendings* solicitados por la banca acreedora. En conocimiento de esta situación, se iniciaron contactos entre México, Brasil y Argentina para hacer una declaración conjunta de apoyo a la posición mexicana. Hubo un principio de acuerdo sobre el borrador de la declaración; sin embargo, las autoridades de México continuaron la negociación, y dos días más tarde llegaron a un acuerdo con la banca acreedora.

### III. Negociaciones con los distintos acreedores

#### 1. Negociaciones con el Fondo Monetario Internacional

El período 1984-88 estuvo caracterizado por múltiples negociaciones, pero las realizadas con el FMI fueron las que marcaban el ritmo de las discusiones con los restantes acreedores.

Al evaluar las negociaciones con el FMI, queda la imagen de múltiples viajes en una y otra dirección. Sin embargo, en el período mencionado sólo se acordaron dos créditos contingentes. El resto de las negociaciones estuvo destinado a reformular los programas vigentes para obtener exenciones, y de esa manera destrabar los desembolsos.

Este factor, unido al hecho de que algunos desembolsos del FMI estaban condicionados a la concreción de acuerdos con los bancos que se demostraban más allá de las previsiones originales, hicieron que el cronograma efectivo de desembolsos del FMI fuera mucho más prolongado que el cronograma planeado. Ello provocaba tensiones en el mercado interno, por la incertidumbre que generaban las negociaciones inconclusas y la menor disponibilidad de reservas.

Tal como puede verse en el cuadro 7, los programas acordados con el FMI siempre estuvieron desfinanciados. O sea que, a pesar de las continuas renegociaciones y de los préstamos puente, los desembolsos totales fueron inferiores a los originalmente pactados.<sup>9/</sup> También puede observarse que el último desembolso del FMI ocurrió en el primer trimestre de 1988.

Las negociaciones con el FMI concluyeron por lo general en acuerdos dentro de las pautas tradicionales de la institución, la que, por otra parte, no adecuó su diagnóstico y por ende su estrategia a los nuevos requerimientos de la década de 1980, en especial a aquellos relacionados con la crisis de la deuda. En este sentido hay dos aspectos que vale la pena destacar.

En primer lugar, el financiamiento del FMI siguió siendo a plazos relativamente cortos, como si la crisis de la deuda pudiera ser tratada como un desajuste temporario de balance de pagos. La única explicación de este comportamiento es que si se mantiene el límite para los desembolsos por país, los préstamos a más largo plazo pueden reducir, con el tiempo, los montos disponibles para nuevos acuerdos a valores absurdamente bajos, restringiendo de esta manera el papel del organismo en las negociaciones de financiamiento externo.

En segundo lugar, durante todo este período el FMI siguió insistiendo en ajustes fiscales de corto plazo, es decir represión del gasto y aumento de tarifas, mientras que casi no discutía reformas más de fondo en el sector público.<sup>10/</sup> Vale la pena mencionar que el acuerdo alcanzado con ocasión del lanzamiento del Plan Austral incorporó por primera vez en la historia de este organismo, un componente muy importante de política de ingresos, incluyendo el control de precios. Esta, sin duda, fue una característica distintiva e importante de la negociación con el FMI, en la que el programa argentino se diferenciaba considerablemente de los acuerdos tradicionales.

Las negociaciones con el FMI se llevaron a cabo en un contexto interno de fuertes presiones que provenían, en algunos casos, del propio partido oficial, pero en forma mucho más intensa del partido Justicialista y de la Confederación General del Trabajo.<sup>11/</sup> Estas presiones limitaron, en especial después de la derrota electoral de septiembre de 1987, la capacidad del gobierno para poner en marcha varias medidas de política económica. Ello generó dificultades adicionales a las diferencias de criterio en el manejo macroeconómico de corto plazo entre el gobierno y el FMI.

## 2. Acuerdos con los bancos acreedores

Entre 1984 y 1988, la Argentina firmó dos acuerdos de refinanciación de pasivos externos y de obtención de fondos nuevos con la banca acreedora. Estos acuerdos incluyeron características financieras similares a las firmadas por los otros principales deudores. Así, las ampliaciones, el tipo de tasa de interés aplicable (LIBOR) y los plazos de los distintos préstamos de Argentina, no difirieron de manera significativa de los del Brasil y México (en el cuadro 8 y en el Apéndice I se mencionan las principales características de estos acuerdos).

Sin embargo, hubo otros aspectos que distinguen positivamente los acuerdos alcanzados por la Argentina de los de otros deudores. En primer lugar, los acuerdos incluían un monto mayor de fondos nuevos respecto del total de las acreencias de los bancos,<sup>12/</sup> y en segundo lugar, los montos acordados de *on lending* y capitalización de la deuda fueron significativamente menores a los de otros países, e incluían restricciones especiales (Bouzas y Keifman, 1990). Ambos aspectos se consideraban fundamentales en relación con el objetivo de limitar la transferencia de recursos y mantener cierto control de la política monetaria.

Por otro lado, aunque de importancia práctica cuestionable, el último acuerdo de la Argentina, a diferencia del de México de 1986, no contiene

cláusulas de desembolsos adicionales contingentes, relacionadas a la eventual caída de las exportaciones o del PIB.

En el cuadro 9 se presenta el cronograma previsto y efectivo de los desembolsos de los dos acuerdos firmados con los bancos acreedores. Del mismo surgen algunas conclusiones que merecen destacarse. En primer lugar, se observa una enorme demora entre la fecha de concreción de los acuerdos y el primer desembolso. En el acuerdo de 1984, el primer desembolso ocurrió dos trimestres después de lo inicialmente previsto. Segundo, no hubo desembolsos de los bancos desde el segundo trimestre de 1986 hasta el cuarto de 1987. Tercero, el retraso de los desembolsos de los bancos dejó de manera permanente necesidades de financiamiento sin cubrir. Cuarto, del préstamo del año 1987 no se desembolsaron 150 millones de dólares. Finalmente, el último desembolso, al igual que en el caso del FMI, tuvo lugar en el primer trimestre de 1988.

Además, lo que es aún más importante, la firma de cada acuerdo y cada uno de los desembolsos conllevó difíciles negociaciones con intervención de la Reserva Federal, el Tesoro de los Estados Unidos y los presidentes de los principales bancos acreedores. La resistencia de los bancos acreedores para comprometer fondos adicionales, y del gobierno argentino para incluir y luego aplicar cláusulas que afectaban la situación económica interna y facilitaban las transferencias al exterior, como ser *on lending* y capitalización de la deuda, crearon un clima cada vez más tenso entre ambas partes. El deterioro del balance de pagos de 1987 hizo aún más difícil esta relación.

En este contexto, las reservas del país habían llegado a un nivel extremadamente bajo y no había forma de continuar usándolas para efectuar pagos a los bancos. El programa económico de octubre de 1987 generó los últimos desembolsos de los bancos. Ello permitió mantener al día el pago de los intereses hasta marzo de 1988.

### 3. Negociaciones con el Club de París

Durante los primeros meses del Gobierno del Dr. Alfonsín se pensó que sin negociar con el FMI y los bancos acreedores sería posible mantener y aun aumentar las líneas de crédito de los países industrializados mediante el pago de los vencimientos adeudados. Como consecuencia de ello, inicialmente se optó por pagar, en vez de renegociar, los vencimientos de los créditos otorgados o garantizados por los gobiernos de los países acreedores. Al poco tiempo, quedó claro que, en el contexto de incumplimiento con otros acreedores, los pagos no daban lugar a nuevas líneas de financiamiento, por lo que esta estrategia se hizo insostenible, no sólo porque significaba efectuar pagos sin beneficios como contrapartida, sino también porque los demás acreedores cuestionaban que uno de ellos cobrara sus créditos a costa de los demás.

Luego del acuerdo con el FMI de 1984, se iniciaron negociaciones con el Club de París para lograr la refinanciación a largo plazo de las obligaciones con acreedores oficiales. En esta primera negociación, que se llevó a cabo en enero de 1985, se reprogramaron, a un plazo promedio de seis años aproximadamente, 1.700 millones de dólares de deudas por capital e intereses, vencidas

y no pagadas y por vencer hasta el 31 de diciembre de 1985. Los vencimientos entre 1982 y 1985, que fueron pagados por la falta de criterios claros respecto de la actitud a asumir con el Club de París, no entraron en la refinanciación.

El segundo acuerdo, celebrado en 1987, permitió el reescalamiento de vencimientos de capital e interés comprendidos entre el 1º de enero de 1986 y el 30 de junio de 1988, a un plazo de 10 años y medio con seis de gracia.

Como es usual, luego de los acuerdos marco o multilaterales, se firmaron los acuerdos bilaterales entre la Argentina y los signatarios del acuerdo marco. Estas firmas llevaron una gran cantidad de tiempo, por las dificultades para conciliar las cifras y/o por diferencias en la tasa de interés que se debían aplicar en la refinanciación.<sup>13/</sup> Aunque estas demoras generaron algunas tensiones, no derivaron en conflictos mayores con los países integrantes del Club de París. Sin embargo, fueron algunas de las causas para que los organismos de seguro de crédito a la exportación mantuvieran por lo general restringido el financiamiento a la Argentina, particularmente el de largo plazo.

#### **4. Negociaciones con organismos multilaterales de crédito**

Hasta 1985, la Argentina había hecho escaso uso de los créditos del Banco Mundial. Esto se explica por la resistencia burocrática y política para aceptar la condicionalidad de muchos de estos préstamos, pero además debido a la falta de una estrategia de negociación.

En cambio, los préstamos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), con menor condicionalidad, fueron utilizados casi al máximo. Sin embargo, el agotamiento de los recursos del BID llevó el uso del financiamiento de este organismo a niveles tan bajos que se generaron transferencias negativas durante varios años (cuadro 10).

La escasa utilización de los recursos de los organismos multilaterales fue uno de los argumentos utilizados por los bancos acreedores en las negociaciones para limitar su propia participación en el financiamiento externo al país.<sup>14/</sup>

A partir de 1985, el Banco Mundial se situó en el centro del escenario de las fuentes de créditos para la Argentina. Ello es producto, por un lado, del cambio de diagnóstico del gobierno argentino sobre los factores limitantes del crecimiento económico y, por el otro, del Plan Baker. A diferencia del pasado, el financiamiento de este organismo se destina no sólo a créditos para proyectos, sino también a créditos de balance de pagos, en apoyo (condicionado) a reformas estructurales en distintos sectores.

En este nuevo escenario, las relaciones entre Argentina y el Banco Mundial se potencian; aumentan los compromisos y los desembolsos en forma significativa, y el Banco Mundial se convierte en un apoyo político significativo para los programas económicos que lanza el gobierno argentino (cuadro 11).

En parte, la posición refleja una disputa respecto del papel de las instituciones multilaterales en la estrategia de la negociación de la deuda externa, en la que el Banco Mundial, con el apoyo del Departamento del Tesoro de los

Estados Unidos, busca un papel más protagónico. Pero, además de la disputa por espacios de poder, la mayor participación del Banco Mundial refleja un cambio de diagnóstico respecto de las características de la crisis en los países endeudados.

Este cambio de diagnóstico tiene dos características. En primer lugar, que se requiere mayor financiamiento para hacer posible el ajuste de los países endeudados. Ello se hace explícito en el Plan Baker, aunque sin abandonar la idea de que la crisis de la deuda es básicamente un problema de liquidez. En segundo lugar, que para superar las restricciones al crecimiento, además de persistir en el ajuste de corto plazo era necesario realizar reformas estructuradas en los países en desarrollo. La derivación lógica de este diagnóstico es aumentar el financiamiento de los organismos internacionales, condicionado a que se realicen las reformas estructurales. En este marco cobra importancia el Banco Mundial.

Las buenas relaciones del gobierno argentino con el Banco Mundial se debieron a las obvias necesidades de financiamiento, y a que el diagnóstico del gobierno en ese entonces otorgaba creciente importancia a la necesidad de llevar adelante cambios estructurales fundamentales en el funcionamiento de la economía.

Estas vinculaciones se manifestaron particularmente en enero de 1987 cuando, junto con el programa que se acordó con el FMI, la Argentina logró un compromiso del Banco Mundial para aprobar nuevos préstamos por 2.000 millones de dólares en 1987 y 1988, en apoyo a proyectos y reformas estructurales.

El apoyo del Banco Mundial, que también se manifestó con el otorgamiento de exenciones para lograr desembolsos trabados por incumplimiento de alguna condición, se prolongó en el tiempo más allá que el de otros acreedores, casi hasta el final del Gobierno del Presidente Alfonsín. Si bien sobre este aspecto se volverá más adelante, debe señalarse aquí que el apoyo del Banco Mundial fue clave en el lanzamiento del programa de agosto de 1988.<sup>15/</sup>

#### **IV. La moratoria de abril de 1988 y las relaciones con los acreedores**

##### **1. Introducción**

Hasta fines de 1987, la Argentina se mantuvo básicamente al día en sus pagos al exterior (cuadro 5). Teniendo en cuenta la considerable disminución del superávit del balance comercial, ello sólo fue posible gracias a una fuerte disminución de las reservas internacionales. El bajo nivel de éstas, junto con las dificultades por las que atravesaban las negociaciones con el FMI, creó incertidumbre respecto del pago del servicio de los bonos externos, que debía efectuarse en febrero de 1988. La resistencia del FMI y de los bancos comerciales

fueron superadas a comienzos de 1988, con la decisiva participación del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Ello permitió que se concretara un préstamo puente de los países industrializados, para superar las dificultades financieras de corto plazo. El posterior desembolso del FMI y de los bancos comerciales (última semana de marzo de 1988) hizo posible que el primer trimestre de 1988 finalizara sin atrasos.

A partir de entonces y ante la falta de financiamiento externo, el país dejó de pagar a la banca acreedora. Esta situación, con la excepción de algunos pagos hechos en un contexto que será discutido más adelante, se mantiene hasta el presente.<sup>16/</sup>

A diferencia de otros países, esta moratoria no fue declarada en forma abierta, sino que se convirtió en una moratoria de hecho; más aún, en las declaraciones públicas el gobierno trató en todo momento de aclarar que el no pago se debía a la escasez de recursos y no a una decisión política. Durante varios meses se repitió de manera reiterada a todos los miembros de la comunidad financiera internacional que la vocación de la Argentina era encontrar un arreglo que le permitiera regularizar su situación. Esta presentación fue creíble porque durante gran parte del período se mantuvieron las negociaciones con los acreedores, e incluso se llegó a acuerdos de significación con el Banco Mundial.

La intención del gobierno fue mantener vivas las negociaciones el mayor tiempo posible, ya que se presumía — como se verá, con fundamentos — que la ruptura podía derivar en la generación de expectativas con efectos desestabilizantes sobre la economía. Se intentaron diversas instancias para ir acercando las posiciones con los acreedores, particularmente con los bancos comerciales y el FMI, a fin de que contribuyeran a aumentar la credibilidad en el programa económico.

Sólo hacia fines de enero de 1989, cuando quedó claro que fracasaban las negociaciones con el FMI y la banca acreedora, fue evidente para todos los involucrados que la moratoria era un hecho irreversible en el corto plazo.

En este contexto, la virtual ruptura de las negociaciones con la banca acreedora se convirtió en uno de los factores desencadenantes de la crisis cambiaria desde febrero en adelante. A partir de entonces, durante el resto de la gestión del Dr. Alfonsín fue imposible restablecer las negociaciones externas.

## **2. Negociaciones con organismos internacionales**

En el segundo trimestre de 1988, las negociaciones con los organismos multilaterales prácticamente se interrumpieron, básicamente como consecuencia de la falta de un programa de estabilización alternativo al iniciado en octubre de 1987, que terminó en una fuerte aceleración inflacionaria (Machinea, 1989).

Recién con el lanzamiento de un nuevo programa, en la primera semana de agosto de 1988, conocido luego como Plan Primavera, se reiniciaron las negociaciones. La particularidad de esta nueva ronda fue la simultaneidad de las discusiones con el FMI y el Banco Mundial. Como se sabe, es tradicional

negociar primero con el FMI un acuerdo sobre las políticas que se aplicarían, estableciéndose así las bases para las negociaciones con los demás acreedores; en las que se iniciaron con la puesta en vigencia del Plan Primavera, se produjo una ruptura de esta tradición, ya que se llegó a un acuerdo con el Banco Mundial sin el previo acuerdo con el FMI.

En este cambio de las reglas del juego tuvo importancia el interés del Banco Mundial por ocupar un lugar más preponderante en la negociación de la deuda. Para ello disponía, por una parte, de un espacio creado por la mayor receptividad del gobierno de los Estados Unidos debido a las críticas que recibían los programas del FMI por su visión exclusivamente cortoplacista y sus exigencias que, en la mayoría de los casos, eran de difícil o imposible cumplimiento. Por otra parte, la intransigencia del FMI estaba poniendo en peligro la situación de equilibrio inestable en la que se desenvolvía la crisis de la deuda. Por último, el Plan Baker estaba en dificultades debido a la falta de disposición de los bancos a prestar fondos adicionales a los países endeudados.

El acuerdo con el Banco Mundial, alcanzado en setiembre de 1988, incluía un paquete de préstamos (sectoriales y para proyectos) por un monto inédito en la historia de este organismo: 1.250 millones de dólares. Sin duda, la característica más importante de este acuerdo es que se fijaba objetivos macroeconómicos en materia fiscal, de balance de pagos y monetarios. Todo ello en clara colisión con las reglas del juego aplicadas hasta entonces, que establecían que éstos eran temas de exclusiva competencia del FMI.<sup>17/</sup> Otra característica sustancial del acuerdo con el Banco Mundial fue el énfasis en las reformas estructurales, sin las cuales en ese entonces era evidente que los ajustes de corto plazo eran insostenibles.

El acuerdo también era conflictivo con la banca acreedora porque establecía, sin consulta previa, el financiamiento del balance de pagos que debían cubrir los distintos acreedores. En especial, tanto el Banco Mundial como el gobierno de los Estados Unidos querían ejercer presión sobre los bancos comerciales, presentando objetivos de balance de pagos que condujeran a que éstos comprometieran aportes significativos de nuevos recursos, considerándose que la falta de ellos había sido el elemento fundamental del fracaso del Plan Baker.

El acuerdo con el Banco Mundial no pudo complementarse con acuerdos con el FMI y con otros acreedores. Con el FMI se mantuvieron negociaciones que, en más de una oportunidad, parecía que podían tener una conclusión satisfactoria. Que ello no haya ocurrido se debe a dos factores cuya ponderación no es clara. Por un lado, la disconformidad del FMI por haberse acordado metas macroeconómicas con el Banco Mundial y, por el otro, la insistencia del FMI en sostener que los objetivos planteados en el programa del gobierno argentino sólo podían alcanzarse con metas más duras en materia fiscal y de balance de pagos. Esto último exigía modificar algunas de las políticas en vigor, lo que el gobierno consideraba inconveniente luego de anunciar el programa de agosto de 1988. Además, parecía totalmente injustificable la insistencia del FMI en requerir medidas para el segundo semestre de 1989, o sea, después de las elecciones previstas para mayo de este año. Obviamente, el gobierno no estaba en condiciones de garantizar medidas cuya aplicabilidad

dependían básicamente del resultado electoral. En ese contexto, se prefirió abandonar las negociaciones antes que ajustar la política económica.

La decisión no estaba relacionada con la creencia de que la ruptura de las negociaciones con los organismos internacionales constituiría un paso positivo. Por el contrario, el gobierno sabía que estaba ante una determinación que tenía un costo, pero suponía que ese costo sería menor que el de modificar la política económica ajustando el tipo de cambio y las tarifas de los servicios públicos. La razón era que la modificación de las reglas del juego establecidas al inicio del programa aumentaría la incertidumbre, acelerando el cambio de portafolio en favor de los activos externos. Por otro lado, las autoridades sabían que era imposible lograr que el Congreso aprobara nuevas medidas que permitieran reducir drásticamente el déficit fiscal. En este contexto, el intento de ajustar los precios relativos seguramente produciría una rápida aceleración inflacionaria.<sup>18/</sup>

### **3. Negociaciones con los bancos acreedores**

Cuando a mediados de 1988 el país no cumplió con las condiciones para el desembolso del último tramo del préstamo de dinero fresco de 1987, se interrumpieron las negociaciones con los bancos acreedores. Luego del acuerdo con el Banco Mundial, en setiembre de 1988, se intensificaron las discusiones con el FMI se decidió mantener una nueva ronda de negociación con los bancos comerciales.

Después de una difícil y prolongada negociación durante el último trimestre de 1988, se efectuaron dos pagos por un total de alrededor de 170 millones de dólares, correspondientes a intereses atrasados del "dinero fresco". Si bien desde una perspectiva de más largo plazo parece razonable pensar que no tenía demasiado sentido realizar pagos fuera de un acuerdo, parecía imposible continuar la discusión con los acreedores bancarios sin efectuar algún pago, en circunstancias que se había acumulado un monto importante de reservas. Por otro lado, la suspensión de las negociaciones habría producido un efecto negativo en el mercado de cambios y, por ende, habría tenido consecuencias negativas sobre el programa económico. De cualquier modo, los pagos efectuados fueron significativamente menores a los que el país debería haber afrontado con recursos propios en el marco de cualquier acuerdo.

Al efectuar los pagos se priorizaron los atrasos del dinero fresco recibido en 1987, y luego del recibido en 1985.<sup>19/</sup> Esta decisión era consistente con los criterios que el gobierno repetidamente planteó en los distintos foros internacionales.<sup>20/</sup> La asignación de los pagos fue aceptada por el Comité de Bancos Acreedores, en parte porque los bancos que lo integran tienen una participación mayor en los préstamos sobre los que se pagaban los intereses.

El pago de 170 millones de dólares permitió continuar las negociaciones, aunque la proximidad de las elecciones y la falta de un acuerdo con el FMI hacían cada vez más difícil un arreglo. No obstante ello, los bancos acreedores pensaron que presiones adicionales derivarían en nuevos pagos.

En definitiva, se había planteado un juego en el que posiblemente ambas partes sabían que un acuerdo era casi imposible, pero a nadie le convenía

decirlo; al gobierno argentino, por la repercusión sobre el programa económico y, a los bancos, porque pensaban que una ruptura eliminaría la posibilidad de obtener nuevos pagos de intereses.

En el curso de la negociación con los bancos acreedores, las autoridades argentinas plantearon, aunque de manera informal (fuera del Comité de Bancos), la posibilidad de pagar una parte adicional de los intereses adeudados en una cuenta de depósito en garantía (*escrow account*), que se desbloquearía en el momento de alcanzarse un acuerdo. Esta propuesta se fundamentaba en la existencia de una relación de correspondencia (*trade-off*) entre reservas y existencia de un acuerdo. Se sostenía que, ante la falta de acuerdo con la banca comercial, se requiere un mayor nivel de reservas para mantener la confianza interna. Alternativamente, en el caso de que se lograra el acuerdo, sería posible reducir las reservas internacionales.

La reacción de los bancos a los que se planteó la idea no fue uniforme. Algunos la visualizaron como un chantaje para cerrar el acuerdo, mientras que otros tomaron una actitud más cauta, o si se quiere más negociadora. Además, en estas negociaciones se planteó, también de una manera informal, una alternativa para evitar el cada vez más difícil problema de los *free riders* (acreedores que no están dispuestos a efectuar nuevos aportes) y al mismo tiempo acelerar los tiempos de la negociación. Este mecanismo consistía en sustituir, en forma provisoria, los requerimientos de dinero fresco por Certificados de Depósito que emitiría el Banco Central en cancelación de intereses vencidos. De esta manera, los bancos que no aportaran fondos frescos se quedarían con el Certificado por el equivalente del dinero que teóricamente deberían haber aportado. Algunos bancos argumentaron que esta decisión crearía enormes problemas legales. No obstante ello, de haberse logrado un acuerdo con el FMI, y con un mínimo apoyo de los gobiernos de los países acreedores, la idea del gobierno argentino era plantear firmemente esta alternativa.

La posición negociadora, que se mantuvo durante todo el período, llevó inclusive a la presentación de una propuesta integral para discutir las condiciones de un nuevo financiamiento. La actitud negativa de los bancos se manifestó claramente cuando era evidente que la Argentina no alcanzaría un acuerdo con el FMI. De todos modos, no dejaron de presionar por nuevos pagos. A fines de enero de 1989, intentaron obtener un pago adicional, pero al encontrarse con la negativa argentina, prácticamente se cerraron las discusiones. Este final de las negociaciones con la banca acreedora, asociado a la falta de acuerdo con el FMI, fue un factor importante para explicar la presión en el mercado de cambios, y consecuentemente el fin del Plan Primavera y el inicio del rápido camino a la hiperinflación.<sup>21/</sup>

## V. Manejo de los pagos durante la moratoria

### 1. Fundamento del ordenamiento de los pagos

La actitud de mantener las negociaciones, aun en los momentos de mayores dificultades de balance de pagos, obligó al gobierno argentino a definir criterios respecto del tipo de obligaciones que se deberían pagar y los momentos para efectuar dichos pagos.

Para definir qué deudas pagar, se tomaron básicamente en cuenta los siguientes criterios:

- a) el efecto sobre la transferencia neta de recursos;
- b) la decisión de presentar hechos que mostraran una actitud oficial favorable para alcanzar acuerdos con los acreedores.

En función de estos criterios se fijó como prioritario el pago a los organismos internacionales. No obstante ello, se recurrió a las máximas demoras legales posibles, con el fin de proteger las reservas ante una eventual e inesperada ruptura de las negociaciones.

Los pagos a los organismos internacionales permitieron que en el período bajo análisis (abril 1988 a junio 1989), las transferencias con el BID y Banco Mundial fueran positivas para la Argentina (cuadros 10 y 11). No sucedió lo mismo con el FMI, con el que las transferencias fueron negativas (cuadro 12). Respecto del FMI, las autoridades consideraban que los pagos eran imprescindibles para evitar que se generara la convicción de que la Argentina abandonaba el objetivo de buscar un acuerdo con la comunidad financiera internacional. Recién a comienzos de abril de 1989, con una posición de reservas críticas y ante la evidencia de que un acuerdo era imposible, se demoraron los pagos al FMI.

Ambos criterios – transferencia de recursos y posibles consecuencias negativas – fueron determinantes para que se mantuvieran al día los pagos de las líneas comerciales, inclusive las que formaban parte de los acuerdos con la banca acreedora.<sup>22/</sup>

Como se señaló anteriormente, el criterio de mantener viva la posibilidad de un acuerdo fue determinante para que, en el último trimestre de 1988, se pagaran alrededor de 170 millones de dólares a la banca comercial.

Las prácticas del Club de París hacían imposible una nueva ronda de negociaciones sin un previo acuerdo con el FMI. Es por ello que se fueron acumulando atrasos con los acreedores oficiales. Esta actitud tiene sentido porque la experiencia muestra que nuevos créditos oficiales de los países acreedores dependen no sólo de mantener al día los pagos, sino también de un arreglo con la comunidad financiera internacional (FMI y Bancos Comerciales).<sup>23/</sup> En consecuencia, se privilegió el mantenimiento de las reservas y se evitó una transferencia neta negativa con los países acreedores. Por otra parte, como los anteriores acuerdos del Club de París no generaron la reapertura de las líneas de crédito a mediano y largo plazo, salvo en unos pocos casos, los costos por concepto de acumulación de atrasos no parecían demasiado altos.

Esta actitud fue revisada en el primer trimestre de 1989, cuando para paliar la crisis energética el gobierno argentino solicitó a Francia y a la República Federal de Alemania la provisión de generadores. Ante la solicitud de financiamiento para la compra de esos bienes de capital, algunos países acreedores ejercieron presión para que la Argentina efectuara pagos. La República Federal de Alemania puso como condición que se cancelaran las deudas atrasadas en el marco del Club de París. En estas circunstancias se decidió efectuar algunos pagos.

Al momento de tomarse la decisión de efectuar estos pagos, se registraban atrasos de los compromisos de las refinanciaciones de 1985 y 1987. Para determinar qué pagos efectuar, se consideró importante mantener a todos los acreedores en una situación *pari-passu*. Este factor, y la escasez de reservas, determinaron que se optara por eliminar los atrasos correspondientes a la última refinanciación, debido a que los montos vencidos eran menores y a que aún no se habían firmado los acuerdos bilaterales con varios países. Estos pagos posibilitaron un financiamiento de monto mayor. Así se pudo mantener el objetivo de lograr una transferencia positiva de recursos.

Hubo algunas obligaciones financieras cuyos servicios se decidió pagar al vencimiento. Tal fue el caso de los bonos de salida (*exit bonds*), que fueron emitidos en el marco de la negociación con los bancos acreedores de 1987. Esta actitud se tomó para respetar una cláusula implícita en su emisión, que establecía que, por tener una tasa de interés inferior a la de mercado, se privilegiaría su pago respecto de la deuda "normal". Por otro lado, el monto de estos bonos era ínfimo. Asimismo, se pagaron los servicios de todos los bonos y certificados de depósitos que se habían colocado en el mercado internacional a fines de la década de 1970 y comienzos de los años ochenta. La razón de ello fue que se trataba de bonos al portador, cuyos tenedores no son sólo bancos, sino también inversionistas particulares. Como éstos no tienen representación, es casi imposible negociar con ellos en forma conjunta, lo que aumenta el riesgo de tener que enfrentar una multiplicidad de juicios. Además, se tuvo en cuenta que la deuda por estas obligaciones (excluidos los bonos externos) no superaba los 1.000 millones de dólares. En todos estos casos, de titular al portador es altamente probable que los costos de dejar de pagar sean sustancialmente mayores que los beneficios.

En relación con los Bonos Externos, se consideró fundamental pagar las cuotas de amortización e intereses al día, por el impacto que el incumplimiento del servicio de estos títulos tendría en el mercado financiero local.

Cabe mencionar que, a pesar de la situación de atrasos, hubo muy pocas acciones judiciales. Los escasos juicios se resolvieron mediante acuerdos extrajudiciales, realizados para levantar un embargo o para evitar una sentencia judicial en ese sentido. Los contados arreglos nunca obligaron a un pago directo al demandante, sino algún tipo de compensación con otras operaciones donde el gobierno argentino fuera parte. Este es un principio que se mantuvo en todas las negociaciones para evitar demandas similares de otros acreedores.<sup>24/</sup>

## **2. Pagos y atrasos por acreedor**

La política de pagos al exterior reseñada en el punto anterior significó relaciones particulares de pagos y acumulación de atrasos con los distintos acreedores. En esta sección se describe la situación con cada uno de ellos entre abril de 1988 y junio de 1989.

### **a) Fondo Monetario Internacional**

A pesar de la falta de acuerdo con el FMI desde comienzos de 1988 y de la ausencia de desembolsos desde fines de marzo de 1988, los pagos a este organismo se mantuvieron al día hasta marzo de 1989. El primer atraso correspondió a un pago que debía realizarse el 3 de abril. A partir de entonces, se efectuaron algunos pagos, pero a junio de 1989 los atrasos alcanzaban a 80 millones de dólares y correspondían a vencimientos de los meses de abril, mayo y junio.<sup>25/</sup> Al comienzo de su gestión, el Gobierno del Dr. Menem decidió regularizar los atrasos con el FMI.

### **b) Banco Mundial**

El Banco Mundial permite atrasos en los pagos de hasta 60 días sin que se alteren los desembolsos comprometidos ni el tratamiento de nuevos préstamos por parte del Directorio del Banco.

Teniendo en cuenta la evolución esperada de las reservas internacionales, se usó este plazo casi permanentemente a partir del último trimestre de 1988. Como respuesta a esta actitud, en febrero de 1989, el Banco Mundial envió una carta a las autoridades económicas argentinas en la cual llamaban la atención acerca de estas demoras y hacían notar que el plazo de gracia sólo debía utilizarse como excepción y no como un recurso normal.

De cualquier manera, no hubo en ningún momento una demora superior a los 60 días. Por ende, aunque la demora hubiera generado dificultades en el más largo plazo, puede afirmarse que, desde el punto de vista formal, no hubo atrasos con el Banco Mundial.

### **c) Banco Interamericano de Desarrollo**

Con el BID se empleó una política de pagos similar a la adoptada con el Banco Mundial, pero en este caso los atrasos alcanzaron hasta seis meses, porque éste era el máximo plazo legal permitido. Con el propósito de reducir al mínimo las transferencias negativas de recursos, los pagos se hacían prácticamente en el mismo momento en que se producían nuevos desembolsos o se aprobaba un nuevo crédito.<sup>26/</sup> A fines de 1988, la deuda por vencimientos impagos con el BID era de 36,6 millones de dólares, y en junio de 1989 alcanzaba a 114 millones de dólares.

En algunos casos, las demoras en los pagos se debieron más a la falta de recursos (australes) de los entes deudores del sector público, que a la falta de reservas internacionales.<sup>27/</sup> Cuando ello ocurrió, los atrasos fueron parte de los mecanismos de presión que de modo permanente utilizó el Banco Central y la Secretaría de Hacienda para que los deudores proveyeran los fondos

en moneda local para la cancelación de sus obligaciones con los organismos internacionales (Apéndice III).

En síntesis, de lo señalado surge que no se puede hablar de moratoria con los organismos internacionales, sino de demoras en algunos pagos, que en ningún caso afectaron el otorgamiento de nuevos préstamos. Incluso en el caso del FMI, las demoras incurridas a partir de abril de 1989 se manejaron de manera tal de no producir una ruptura de relaciones con este organismo, y evitando que la existencia de estos atrasos tuviera mayor difusión en la comunidad financiera internacional.

d) Club de París

Los atrasos en los pagos con los países miembros del Club de París, se deben a dos causas, una de origen formal y otra fundada en decisiones de política económica.

Las demoras se vinculan con las características de las negociaciones y han sido analizadas con anterioridad. Dado que se había tomado la decisión de no efectuar pagos hasta que no se firmaran los respectivos acuerdos bilaterales, se acumularon atrasos significativos.

Además de estas demoras por razones formales, desde comienzos de 1988 hubo atrasos significativos en los pagos de los acuerdos firmados. Estos atrasos no se eliminaron con los pagos que, para mostrar una actitud negociadora, se hicieron en el tercer y cuarto trimestre de ese año. Como se mencionó antes, en el primer trimestre de 1989 se efectuó otro pago para facilitar la obtención de financiamiento para la adquisición de dos generadores de energía. Sin embargo, a pesar de estos pagos, los atrasos con el Club de París se mantuvieron relativamente altos. A fines de 1988, sumaban 530 millones de dólares, y a junio de 1989, 1.000 millones de dólares.

e) Bancos comerciales

Al tratar los atrasos con los bancos comerciales es necesario distinguir los diferentes tipos de obligaciones, ya que las demoras en los pagos no afectó a todas ellas. En realidad, la moratoria sólo abarcó a las obligaciones de las reestructuraciones de la deuda (1985-87) y los préstamos de dinero fresco (1983, 1985 y 1987). Por lo tanto, con las aclaraciones que se hacen a continuación, no fueron afectados los servicios de los créditos de mantenimiento de líneas comerciales (TMF) y líneas monetarias (MMF), los préstamos de los bancos comerciales encuadrados en el Trade Credit and Deposit Facility (TCDF),<sup>28/</sup> otras líneas de créditos comerciales, los préstamos de cualquier tipo del sector privado,<sup>29/</sup> los bonos de salida (*exit bonds*) y los bonos de dinero fresco que se emitieron por el acuerdo de 1987.

Los intereses de los préstamos comerciales fondeados en el Trade Credit and Deposit Facility (TCDF) se pagaron como los de cualquier otro crédito comercial. Sin embargo, dado que los TCDF inicialmente se encontraban depositados en el Banco Central, las autoridades trataron de asegurarse, en la medida de lo posible, que la desafectación de estos depósitos generara un aumento del crédito comercial, es decir, que no se emplearan para cancelar

otras líneas. Esta acción generó demoras en las autorizaciones para retirar los fondos depositados en el Banco Central, lo que motivó numerosas quejas de los bancos acreedores. También se pagaron los servicios financieros (intereses y comisiones) de las líneas de Facilidad de Mantenimiento Comercial (FMC) y de Money Market, aunque hubo algunas demoras administrativas para el pago de las comisiones.

Una excepción a lo señalado hasta aquí fue la actitud del Banco Provincia de Buenos Aires, que continuó pagando intereses de las operaciones refinanciadas con la banca acreedora durante gran parte de la moratoria (hasta marzo de 1989). El banco tomó esta postura con la idea de tener un acceso más fluido a las líneas comerciales del exterior. Los hechos demostraron que lo importante es el "riesgo país", ya que cuando se restringieron las líneas de crédito el Banco Provincia tuvo dificultades similares a las de los otros bancos.

Los atrasos con los bancos comerciales sumaban 1.950 millones de dólares al 31 de diciembre de 1988, y alrededor de 3.500 millones a fines de junio de 1989.

Por último, vale la pena comentar, que Argentina cumplió en términos generales con lo acordado con la banca acreedora respecto de las operaciones de capitalización de la deuda hasta marzo de 1989, pero no ocurrió lo mismo con las operaciones de "on lending". Respecto de estas últimas, hasta agosto de 1988 se hicieron varios esfuerzos para reducir los desembolsos. A partir de entonces, en el marco del Plan Primavera, se suspendió el otorgamiento de nuevos "on lendings" y se redujo en 50% los desembolsos de las operaciones que habían sido autorizadas con anterioridad. Como consecuencia de estas acciones, empeoraron las relaciones del gobierno argentino con los bancos comerciales, en especial con aquéllos muy activos en estas operaciones.

### 3. Política de protección de reservas

En ningún momento, ni aun cuando hubo una ruptura de las negociaciones, el gobierno consideró que las restricciones a los pagos pudieran derivar en embargos u otras represalias de los acreedores. Para comprender esta actitud, cabe recordar que no hubo declaración de moratoria ni amenaza de ello, y que las negociaciones permitieran demorar la calificación de valor deteriorado (*value impaired*) de la deuda argentina hasta junio de 1989.

No obstante ello, se tomaron algunas medidas, como ser, retirar los depósitos que mantenía el Banco Central en bancos comerciales del exterior. Los depósitos fueron colocados en la Reserva Federal y en el Banco de Pagos Internacionales (BIS). La decisión tuvo en cuenta evaluaciones jurídicas que indicaban que los fondos depositados por el Banco Central en la Reserva Federal eran inembargables, por el principio de inmunidad soberana.<sup>30/</sup>

No se tomaron otras medidas preventivas. Por ejemplo, no se dieron instrucciones a entes públicos con depósitos en el exterior para que redujeran o redistribuyeran sus depósitos hacia determinadas instituciones. Tampoco se adoptaron medidas respecto de las cuentas de los bancos argentinos en el exterior, a los que no se les dio ningún tipo de instrucción sobre el manejo de

sus propios fondos. Así, por ejemplo, en el Banco de la Nación de Nueva York quedó contabilizada una magnitud significativa de depósitos del Banco Central, aunque la mayoría no eran depósitos disponibles, porque habían sido utilizados para fondear pérdidas o activos de muy dudosa cobrabilidad.

Por otro lado, una actitud distinta del gobierno hubiera generado reacciones no sólo de los acreedores externos sino también a nivel interno. Por ejemplo, habría sido difícil dar instrucciones a los bancos argentinos para que retirasen los fondos que tenía depositados en el exterior sin que la noticia se conociera y aumentara la incertidumbre. Distinto sería el caso si se hubiera declarado una moratoria y tomado una actitud de confrontación con los acreedores.

## **VI. Efectos de la moratoria sobre la transferencia de recursos al exterior**

### **1. Aspectos generales**

El impacto de la moratoria sobre las transferencias de recursos al exterior es un aspecto central para evaluar sus consecuencias, y uno de los principales objetivos es reducir esas transferencias.

Durante el período bajo análisis (marzo de 1988 a julio de 1989), se pueden identificar al menos tres fases de la política económica interna, con distintos efectos sobre el movimiento de capitales de residentes y sobre la disponibilidad de líneas de crédito. Por ello, resulta fundamental aislar los efectos de estas políticas de los de la moratoria, para poder arribar a conclusiones correctas.<sup>31/</sup> Además, para analizar los efectos de la moratoria sobre las transferencias de recursos, es necesario considerar dos contextos alternativos vinculados con la existencia o inexistencia de un acuerdo con el FMI. Por último, una correcta evaluación debe considerar no sólo los efectos directos sino también los indirectos de las decisiones adoptadas.

En primer lugar, cabe señalar que durante todo el período de la moratoria bajo consideración transcurrió sin un acuerdo con el FMI. No obstante ello, las transferencias de recursos del BID y del Banco Mundial no se vieron afectadas. En el caso del BID, las transferencias negativas que se observaron en el segundo semestre de 1988 se explican básicamente por la falta de recursos de este organismo. Más aún, durante este período se lograron importantes acuerdos para que el BID financiase nuevos proyectos, lo que posibilitó una fuerte transferencia positiva en el primer semestre de 1989 (cuadro 10).

Por su parte, las transferencias del Banco Mundial fueron positivas. El monto de las mismas podría haber sido mayor si la Argentina hubiese cumplido lo acordado con el Banco en octubre de 1988 (el incumplimiento fue básicamente de orden fiscal) (cuadro 11).

La falta de acuerdo con el FMI hacía imposible lograr acuerdos con el Club de París y los bancos acreedores con este último, porque la Argentina no

estaba en condiciones de efectuar mayores pagos sin obtener recursos adicionales. En ese marco, el efecto directo de incurrir en atrasos con ellos significó una disminución de la transferencia de recursos al exterior. Sin embargo, cabe considerar algunos efectos indirectos de la falta de acuerdo con el FMI y del atraso en los pagos al exterior, particularmente el impacto sobre el movimiento de capitales privados y sobre las líneas de créditos comerciales.

La información disponible indica que desde abril de 1988 hasta enero de 1989 el efecto de la moratoria sobre las líneas de crédito fue relativamente menor. En relación con los movimientos de capitales en ese período, se pueden diferenciar dos etapas; la primera, entre abril y julio de 1988, período en el cual no se registraron ingresos, y la segunda a partir de agosto hasta enero de 1989, cuando hubo importantes ingresos de capitales. Dado que la moratoria fue una constante durante todo este período, la diferencia observada se explica por efecto de las altas tasas de interés en dólares que se observaron en los meses siguientes al lanzamiento del Plan Primavera.

En síntesis, considerando los efectos directos e indirectos de las restricciones de pagos a la banca acreedora y al Club de París, puede decirse que, pese a la falta de un acuerdo con el FMI, entre abril de 1988 y enero de 1989 se redujo de manera apreciable la transferencia de recursos, aunque ello en parte se debió a la existencia de altas tasas de interés en dólares.

La situación varió después de la crisis cambiaria de la primera semana de febrero de 1989. Tal como puede apreciarse en el cuadro 2, el resultado del balance de pagos empeoró drásticamente y se observó una fuerte fuga de capitales. Cuánto se debe a la incertidumbre creada por la variación del régimen cambiario, a la debilidad del gobierno o a la proximidad de las elecciones, y cuánto a la moratoria, es difícil de discernir.

Sin embargo, cabe realizar las siguientes consideraciones. En primer lugar, se podría pensar que la crisis cambiaria de febrero y los acontecimientos posteriores (hiperinflación, fuga de capitales, etc.) tienen que ver exclusivamente con la situación interna del país y no guardan relación con los atrasos en los pagos al exterior, pues éstos existieron por varios meses sin un efecto significativo sobre el mercado interno. Aun en el caso de que se aceptara esta hipótesis como explicación casi exclusiva, quedaría por analizar en qué medida la evolución de las relaciones con los acreedores externos incidió en la crisis cambiaria.

La crisis cambiaria de febrero de 1989 tuvo varias causas. Entre éstas, la más importante es el cambio de portafolio que los agentes económicos tenían decidido realizar antes de las elecciones de mayo. Sin embargo, el desencañenante de la crisis, a fines de enero y comienzos de febrero, parecen haber sido las noticias enviadas por los bancos comerciales de que las negociaciones se interrumpirían por falta de pago de la Argentina.

Es difícil evaluar por qué esta presión no se produjo antes. La explicación seguramente tiene que ver con la continua actitud negociadora del gobierno, el apoyo del gobierno estadounidense, los pagos realizados durante el último trimestre de 1988 y el acuerdo con el Banco Mundial. En cambio, a fines de enero, los atrasos en el pago de intereses superaban ya los nueve me-

ses, las reservas internacionales eran relativamente altas, el acuerdo con el FMI parecía imposible y el apoyo del gobierno estadounidense se había debilitado con el alejamiento de James Baker como Secretario del Tesoro.<sup>32/</sup>

Más allá de los distintos motivos que impulsaron a los bancos comerciales a cambiar su actitud, es claro que la presión que ejercieron fue un factor fundamental en el desencadenamiento de la crisis cambiaria. También es cierto que, aun sin esta presión, una crisis similar era probable que se hubiese dado antes de las elecciones. Por lo tanto, es razonable pensar que el cambio de actitud de los bancos sólo adelantó y aceleró la fuga de capitales.

De cualquier manera, este adelantamiento de la crisis cambiaria agravó la transición durante los 100 días que aún faltaban para las elecciones. Entre otras cosas, porque redujo las perspectivas de un triunfo electoral del candidato del Partido Radical, lo que aumentó la incertidumbre. Respecto del efecto indirecto de la moratoria sobre la disponibilidad de las líneas comerciales, es posible que su disminución, observada luego del fracaso del Plan Primavera, tenga como fundamento los mismos factores que incidieron en el cambio de portafolio.

Cuando un deudor con problemas — como ya era el caso de la Argentina en 1988 — incurre en atrasos en los pagos por más de seis meses y hay escasas perspectivas de que pueda regularizar esta situación en el corto plazo, los entes reguladores de los países acreedores, particularmente los de los Estados Unidos, califican las deudas impagas como valor deteriorado (*value impaired*). Esta situación hace que los bancos comerciales deban aumentar sus provisiones sobre los créditos otorgados a la Argentina, y afecta el otorgamiento de líneas comerciales. Además, y posiblemente de mayor importancia en el corto plazo, una calificación de esta naturaleza tiende a aumentar la incertidumbre en el mercado interno.<sup>33/</sup> En el caso argentino, para evitar este impacto por gestiones del gobierno de los Estados Unidos, y en especial de la Reserva Federal, esta calificación se demoró hasta después de las elecciones de mayo de 1989.

En síntesis, la moratoria no puede considerarse como el principal factor causante de mayores transferencias de recursos al exterior, aun tomando en cuenta lo acontecido durante el primer semestre de 1989. En realidad, si se consideraran exclusivamente los efectos directos entre abril de 1988 y junio de 1989, no podría hablarse de transferencias negativas, ya que ni el Club de París ni los bancos comerciales habrían financiado el pago total de los intereses que se dejaron de abonar. Tampoco puede hablarse de efectos negativos sobre las transferencias del Banco Mundial y el BID.

Sin embargo, considerando los efectos indirectos, se observa que a partir de la crisis cambiaria de fines de enero de 1989 se produjeron impactos negativos sobre los flujos de capitales privados y sobre la disponibilidad de líneas de crédito. Es difícil determinar en qué medida esta crisis cambiaria se debió a la moratoria de pagos externos. Como se mencionó antes, parece más bien que la presión de los bancos adelantó la crisis cambiaria que posiblemente se hubiese producido de igual manera, como consecuencia de la decisión de los argentinos de cambiar su portafolio antes de las elecciones. Fue a partir

de esta crisis cambiaría que se produjo el proceso de salida de capitales y de reducción de las líneas de crédito comercial.

En este sentido, es interesante notar que en los meses inmediatamente posteriores a la asunción del Gobierno del Dr. Menem, se produjo una reversión del proceso de salida de capitales y se restablecieron las líneas comerciales, sin haber efectuado pagos a los bancos acreedores. Este hecho parece reafirmar la idea de que la moratoria, en el marco de una actitud negociadora, puede mejorar la transferencia de recursos en el corto plazo. Sin embargo, es claro que una situación de moratoria no puede mantenerse indefinidamente, porque a partir de cierto momento la presión de los acreedores para alcanzar un acuerdo puede generar incertidumbre y la consecuente fuga de capitales.

En este punto, cabe preguntarse cuál habría sido la situación de haber existido un acuerdo con el FMI.<sup>34/</sup>

Es probable que ello habría posibilitado la reducción e incluso la eliminación de las transferencias netas negativas que la Argentina tuvo con este organismo desde el segundo trimestre de 1988 hasta marzo de 1989 (cuadro 12). También se habría abierto la posibilidad de llegar a un acuerdo con la banca acreedora y el Club de París. Sin embargo, en el caso del Club de París, y con base en la experiencia recogida hasta ese entonces, se hace difícil pensar que se hubiese incrementado considerablemente el financiamiento de los países industrializados. Es posible que el EXIMBANK del Japón pudiera haber sido la excepción, ya que con este organismo se habían desarrollado conversaciones destinadas a lograr el cofinanciamiento de préstamos del Banco Mundial y el financiamiento de otras operaciones. De esas conversaciones quedó claro que ello sería imposible sin un acuerdo con el FMI.

Es difícil concebir, incluso en el marco de un acuerdo con el FMI, cuáles habrían sido las condiciones para un arreglo con la banca comercial. Los documentos de trabajo que se intercambiaron con los bancos comerciales indicaban que ante un pedido de fondos de la Argentina de 3.750 millones de dólares, proponían sólo 2.000 millones en dinero fresco y condiciones inaceptables en relación con el *on-lending* y la capitalización de la deuda externa. De todas maneras, es difícil hacer una estimación de cuál habría sido el monto de los nuevos fondos incluidos en un arreglo final, ya que la presión de los países, en especial de los Estados Unidos, habría sido apreciable. Suponiendo que se hubiera llegado a un acuerdo por 3.000 millones (lo que es una hipótesis de "supermáxima") y a ello se hubiesen agregado 1.200 millones adicionales del FMI (hasta fines de 1989), el total de desembolsos habría representado ingresos adicionales por 4.200 millones de dólares, que deben compararse con pagos a los bancos en ese mismo período de aproximadamente 6.100 millones.<sup>35/</sup>

En síntesis, cuando se comparan los efectos de la moratoria argentina con una situación alternativa en la que hubiese habido acuerdo con el FMI, los efectos directos sobre la transferencia de recursos no aparecen tan claros. Seguramente se habría logrado reducir las transferencias netas negativas a este organismo y obtener fondos frescos de los bancos comerciales y del EXIMBANK del Japón, pero ello habría traído como consecuencia mayores transferencias netas negativas con los acreedores oficiales y los bancos comerciales.

No obstante ello, es probable que un acuerdo con el FMI y los restantes acreedores externos habría reducido en alguna medida el grado de incertidumbre que tuvo la economía en el primer semestre de 1989. Esta conclusión deja de lado el impacto de los cambios en la política económica, necesarios para alcanzar este acuerdo, los que debían ponerse en funcionamiento en un contexto político de expectativas de triunfo electoral de la oposición. Es obvio que el gobierno consideró que la política económica que habría resultado de un acuerdo con el FMI era impracticable en este escenario y que los costos de introducir los cambios eran superiores a los eventuales beneficios. Si ello es así, difícilmente un acuerdo con el FMI habría disminuido el grado de incertidumbre.

## **2. Efectos sobre la disponibilidad de líneas de crédito comercial**

Un aspecto de particular interés en el análisis de los costos y beneficios de una moratoria es el impacto sobre la disponibilidad de financiamiento comercial. En la sección anterior se hicieron consideraciones generales, pero la importancia del tema merece un tratamiento más detallado.

Resulta difícil mostrar un panorama completo del impacto de la moratoria argentina sobre la disponibilidad de líneas de crédito comerciales; en particular porque la disminución del financiamiento externo puede deberse a factores de demanda o de oferta, que a veces resulta difícil separar. A pesar de estas dificultades, es posible llegar a algunas conclusiones preliminares.

Pese a las restricciones de pagos a los bancos, hasta enero de 1989 el financiamiento comercial aumentó sensiblemente, tanto en lo referente al financiamiento de importaciones como al de exportaciones. La expectativa de tasas internas superiores a las internacionales, más la tasa de devaluación esperada, inducían un comportamiento que generaba anticipos en el cobro de las exportaciones y refinanciaciones de los pagos de las importaciones.

La actitud de los acreedores fue la de facilitar este comportamiento, poniendo a disposición el financiamiento necesario. Esto parece haber sido particularmente cierto en el caso de los proveedores, aunque también los bancos ampliaron el financiamiento comercial, actitud que encuentra su explicación en el hecho de que se podían cobrar tasas de interés relativamente altas sobre operaciones de bajo riesgo, como son las comerciales. Es difícil establecer qué magnitud de este financiamiento se transformó finalmente en nuevos créditos bancarios, porque en muchos casos existen como contrapartida garantías o colaterales. De todos modos, es claro que el financiamiento externo aumentó.<sup>36/</sup>

Un indicador de una mayor disponibilidad de financiamiento externo durante este período es el aumento en el precio en el mercado secundario de las líneas de crédito.<sup>37/</sup> De alrededor de 60% a mediados de 1988, el precio de los TCDF aumentó hasta casi 90% a fines del mismo año. Ello, en parte, refleja la menor predisposición de los bancos a desprenderse de estas líneas.

A partir de la crisis cambiaria de febrero de 1989, la situación cambió radicalmente. Tal como se observa en el cuadro 2, desde esa fecha hubo una reducción del financiamiento comercial. En un primer momento, el factor de-

terminante parece haber sido la reducción de la demanda de financiamiento, en especial de prefinanciación de exportaciones. Ello se explica por las expectativas de devaluación en el mercado oficial de cambios. Sin embargo, por el lado de la oferta también se comenzaron a notar algunas restricciones, pero éstas se manifestaron básicamente en el costo de las líneas de crédito y en una mayor cobertura de los riesgos en las compañías de seguro de crédito a la exportación. Varias de estas compañías, incluyendo el EXIMBANK de los Estados Unidos, mantuvieron abiertas las coberturas de préstamos de corto plazo.

A partir de febrero de 1989, el gobierno intentó, a través de un mayor control de cambios, reducir el impacto de la caída de las líneas de crédito sobre las reservas. Las restricciones trataron de evitar que se cancelaran los préstamos para importaciones acordados durante el Plan Primavera por proveedores, y así frenar la fuerte demanda de divisas en el mercado oficial. Se pensaba que trasladando el pago de estas importaciones al mercado libre de cambios, el mayor precio podía inducir, al menos parcialmente, a mantener el financiamiento externo. También se establecieron plazos mínimos para financiar nuevas compras en el exterior a fin de aumentar el uso de financiamiento externo. Con el mismo propósito, se mantuvieron los incentivos para que las exportaciones se continuaran financiando desde el exterior. A pesar de estas medidas, la decisión que habían tomado los agentes económicos de cambiar su portafolio como consecuencia de las expectativas que se estaban gestando acerca de que se produciría un cambio radical en la política económica con efecto hiperinflacionario desalentó todo ingreso de divisas e indujo a cancelar el financiamiento externo.

La situación se agudizó considerablemente a partir de abril de 1989. En ese entonces parecía claro que la hiperinflación era difícil de evitar y, ante las escasas reservas disponibles, el gobierno decidió imponer restricciones de pagos de obligaciones comerciales al exterior. Estos dos factores explican la brusca disminución en la oferta de líneas de crédito. Para los acreedores aumentaba el "riesgo país" y también el riesgo comercial, por el temor de que la hiperinflación produjera una quiebra generalizada en el sistema financiero. También en ese momento se limitaron fuertemente las coberturas de riesgo otorgadas por las agencias oficiales del exterior. Por su parte, la demanda se mantuvo deprimida al subsistir los factores mencionados anteriormente. Como resultado de ello, el nuevo financiamiento desapareció casi por completo.

Además de recortar las líneas de crédito y solicitar colaterales, los bancos acreedores emplearon otros mecanismos para reducir su exposición, consistentes en la sustitución de préstamos de líneas comerciales ordinarias por una línea cautiva como es el TCDF. También se registran casos en que los bancos intentaron con éxito reducir el nivel comprometido en el TMF (Trade Maintenance Facility).

Las demoras en los pagos de las refinanciaciones acordadas en el Club de París generaron dificultades en las líneas de créditos y en los seguros de créditos a la exportación que otorgaban algunos de los países acreedores, particularmente en operaciones de largo plazo. De todos modos el comportamiento no fue uniforme. Algunas compañías de seguro de crédito a la exportación dejaron de otorgar seguros; otras, como el caso de HERMES —la

Compañía de Seguros de Crédito de la República Federal de Alemania —, comenzaron a actuar más selectivamente, y por último algunas otras, como las compañías de Italia y España, mantuvieron las líneas abiertas. También en el caso del Japón se mantuvieron las líneas abiertas, pero aumentó significativamente la prima del seguro de crédito a la exportación, llegando al 10%.

En el caso de créditos al sector privado, para los nuevos seguros de crédito se tuvieron muy en cuenta las vinculaciones previas con los potenciales deudores.

Como conclusión, se puede afirmar que la disminución de las líneas de crédito se produjo bien entrado el período en que la Argentina estaba en mora con los acreedores bancarios. Por ello, la menor disponibilidad de líneas, que se observa sobre todo desde abril en adelante, parece tener más que ver con las perspectivas de pago de las propias deudas comerciales, es decir, con el nivel de reservas y con el temor de que la hiperinflación produjera una quiebra generalizada del sistema financiero. Este comportamiento de los bancos parece mostrar que se había aceptado que las deudas comerciales, particularmente las de corto plazo, eran "no refinanciables".

Las restricciones de pago no evitaron la disminución del financiamiento externo, y en general se observó un aumento significativo del costo del financiamiento comercial, incluyendo las líneas cautivas. Se puede decir que el costo del financiamiento pasó a LIBOR + 4 ó 5 puntos porcentuales en los momentos más críticos. Los atrasos en los pagos afectaron el otorgamiento y el costo de nuevos seguros y créditos, en particular de largo plazo, por parte de los países acreedores del Club de París. Al igual que con las líneas de crédito de los bancos, las restricciones se hicieron críticas a partir de abril de 1989.

### 3. Fuga de capitales

En un régimen de tipo de cambio fijo, se puede definir como fuga de capitales las pérdidas de reservas del Banco Central en relación con una pauta normal de comportamiento de estas reservas. Cuando el tipo de cambio es flexible, el proceso de fuga de capitales se traduce en aumento del tipo de cambio libre. Cuando hay, como en la Argentina, un régimen dual, los efectos de la fuga de capitales se traducen en menores reservas y aumento en la brecha entre el tipo de cambio oficial (para operaciones comerciales) y el libre.

El movimiento de capitales tuvo un comportamiento similar al del financiamiento comercial;<sup>38/</sup> es decir, desde el lanzamiento del Plan Primavera y hasta fines de enero de 1989, hubo un importante ingreso de capitales de corto plazo. Ello se debió a la evolución del financiamiento comercial y al hecho de que las divisas que el Banco Central vendió por licitación fueron inferiores a las previstas en las proyecciones de balance de pagos. Además, durante ese período la brecha cambiaria estuvo dentro de los límites establecidos al lanzarse el programa.<sup>39/</sup> En cambio, antes del Plan Primavera, y en especial a partir de fines de enero de 1989, se observó un proceso significativo de fuga de capitales, el que entre otras cosas se manifestó en la brecha en el

mercado de cambios y en la reducción de la demanda de financiamiento comercial.<sup>40/</sup>

Después de mediados de marzo de 1989, se observó una significativa fuga de capitales a través de la reducción de aproximadamente 1.000 millones de dólares de los depósitos en moneda extranjera que los argentinos tenían en el sistema financiero local. Estos depósitos habían aumentado en 500 millones desde el comienzo de la moratoria hasta febrero de 1989. Por lo tanto, su disminución a partir de marzo sólo tiene que ver con la disminución de las reservas internacionales y la consecuente incertidumbre que ello generó respecto de su devolución.

En síntesis, no puede concluirse que las restricciones de pagos al exterior, tal como las encaró la Argentina, hayan sido el factor que generó una fuga masiva de capitales. La fuga de capitales se produjo a partir de fines de enero de 1989, cuando la moratoria tenía diez meses de vigencia y cuando, además de interrumpirse las negociaciones con el FMI y la banca acreedora y producirse una brusca aceleración de la inflación, existía un alto nivel de incertidumbre asociado a las elecciones de mayo de 1989.<sup>41/</sup> En qué medida la crisis cambiaria fue o no causada por la moratoria, es un tema que hemos tratado previamente y sobre el que volveremos en las conclusiones.

## VII. Conclusiones

1. Entre 1985 y 1988, el gobierno argentino enfrentó el problema de la deuda externa manteniendo negociaciones con sus acreedores en el marco propuesto por estos y aceptado por la gran mayoría de los países endeudados. En ese período, la Argentina sólo transfirió al exterior, en promedio, aproximadamente un 3,3% del PIB, o sea, un 50% del total los de intereses devengados.

Si bien la transferencia de recursos fue inferior en términos relativos a la de otros países altamente endeudados, para alcanzar este resultado se recurrió a continuas negociaciones con cada uno de los acreedores, que generaron marcada inestabilidad en las expectativas. Además, los desembolsos de los acreedores fueron, por lo general, posteriores a lo originalmente previsto. Ello produjo que los distintos programas económicos tuvieran deficiencia de financiamiento. Estos factores contribuyeron de modo significativo a agravar las dificultades económicas del país a lo largo del Gobierno del Dr. Alfonsín.

Estas observaciones permiten inferir que en la mecánica de las negociaciones hay una relación de correspondencia (*trade-off*) entre transferencias de recursos e incertidumbre en los mercados; es decir, cuanto mayores son las transferencias de recursos al exterior, más fáciles serán las negociaciones y, por lo tanto, menor la incertidumbre. Sin embargo, es probable que la relación de correspondencia sea de corto plazo, ya que si las mayores transferencias dan como resultado un menor crecimiento, la incertidumbre reaparecerá una y otra vez.

Una posición de mayor dureza con los acreedores parece estar constantemente limitada por el temor de los efectos que podría tener sobre la marcha de la economía. En especial, este factor parece ser muy importante en circunstancias como las que ocurrieron en los últimos años, donde la mayoría de los países de la Región han estado casi constantemente comprometidos en programas de estabilización. Este posiblemente haya sido un factor importante para explicar la falta de posiciones más firmes de los países deudores, y también un elemento que limitó la búsqueda de acuerdos para una acción conjunta entre estos países.

Por otro lado, la posición de los deudores se enfrentaba con la de los acreedores, que seguían considerando el problema de la deuda como un problema de liquidez, y en consecuencia descartaban cualquier alternativa que posibilitara reducir en forma permanente las transferencias por pagos de servicios. Esta posición de los acreedores sólo se flexibilizó en 1989 con el Plan Brady que se aplicó en las negociaciones con México.

2. Las continuas negociaciones con los acreedores estuvieron (y están) asociadas básicamente a dos hechos. Por un lado, la mayoría de los desembolsos de los acreedores están atados al cumplimiento de las metas de corto plazo de los programas con el FMI. Pequeños desvíos pueden poner en peligro el financiamiento externo, obligando a nuevas negociaciones.<sup>42/</sup> Además, el financiamiento externo requerido para cumplir los acuerdos con el FMI no obliga a los bancos comerciales, que por lo general no están dispuestos a aportar los recursos necesarios para financiar el programa y, además, piden montos de capitalización de deuda externa y de préstamo (*on lending*) que ponen en peligro las metas macroeconómicas.

Por lo tanto, para disminuir la incertidumbre asociada a múltiples negociaciones parece imprescindible que el condicionamiento del financiamiento esté basado más sobre reformas estructurales que sobre objetivos de corto plazo y, además, que las necesidades de financiamiento incluidas en el programa acordado con los organismos internacionales sean aceptados por los demás acreedores, sin necesidad de largas y desgastantes negociaciones. Por último, debe tomarse en cuenta que ciertas reformas estructurales requieren financiamiento adicional y que, por ende, los préstamos asociados a las mismas no deben significar una disminución del financiamiento de los bancos comerciales.

3. Desde abril de 1988, la Argentina entró en mora como consecuencia de una aguda escasez de reservas. La ausencia de declaraciones estridentes y de una actitud negociadora durante gran parte del período es clave para entender la reacción moderada de los acreedores y en especial de la banca comercial. Además, el hecho de que se llegara a un acuerdo con el Banco Mundial y que se pusiera en marcha un programa de reformas estructurales sirvió para que los gobiernos de los países acreedores tuvieran una actitud más contemplativa.

Sin embargo, del análisis realizado en este trabajo se desprende que la actitud negociadora sin un arreglo con el FMI no puede durar indefinidamente, y sólo puede considerarse una estrategia temporal.<sup>43/</sup> Desgraciadamente,

las experiencias conocidas muestran que luego de este período de transición no aparecen soluciones distintas a las de un acuerdo tradicional con los acreedores. Desde esta perspectiva, la moratoria de hecho puede reducir la transferencia de recursos durante un período limitado de tiempo.

4. La experiencia argentina muestra que no es conveniente seguir pagando a la banca comercial y al Club de París sin un acuerdo con el FMI. La razón es que el acuerdo con el FMI es un paso previo para finalizar las negociaciones con estos acreedores, y la disponibilidad de reservas internacionales son un elemento fundamental para sostener la política económica durante el período de negociación.

Por otro lado, parece conveniente seguir pagando a los organismos internacionales, ya sea porque, en el contexto de un programa razonable se puedan obtener desembolsos para proyectos (BID y Banco Mundial), o porque el dejar de pagar es una señal negativa que reduce las posibilidades de negociaciones futuras y genera un endurecimiento de las posiciones de los países acreedores.

5. Hasta enero de 1989, la demora de los pagos de la deuda financiera a la banca comercial y en menor medida al Club de París provocó claramente una menor transferencia de recursos al exterior. La moratoria no impidió que a partir de agosto de 1988 hubiese ingresos de capitales, a la vez que se mantuvieran y en determinados momentos se incrementaran las líneas de crédito comercial.

La situación cambió drásticamente a partir de febrero de 1989. La crisis cambiaria generó fuga de capitales y disminución de las líneas de crédito. Este proceso se agudizó a medida que disminuían las reservas internacionales.

Si bien la crisis de balance de pagos a partir de febrero reconoce básicamente causas de origen interno, los acreedores, y en especial la banca comercial, desempeñaron un papel importante en su inicio. En efecto, la presión de los bancos, cuando se desvaneció la posibilidad de un arreglo y cuando quedó claro que la Argentina no realizaría más pagos si no era en el contexto de un acuerdo global, fue un factor determinante de la crisis cambiaria de febrero de 1989. Sin embargo, las consecuencias de esta crisis no habrían sido tan dramáticas si no hubiese sido por la previa decisión de los argentinos de cambiar su portafolio antes de las elecciones de mayo de 1989.

6. En términos más generales, se puede señalar que para varios países de la Región el problema del endeudamiento externo sigue siendo una de las principales restricciones para la estabilidad y el crecimiento. En este sentido cabe mencionar que en los últimos años los dos tipos de estrategia seguida por los países deudores no han sido exitosas.

Los países que privilegiaron la disminución de la incertidumbre y, por lo tanto, estuvieron dispuestos a sacrificar recursos en las negociaciones externas, convencidos de que la mayor certidumbre — consecuencia de los acuerdos externos y de políticas domésticas “razonables” — más que compensa esos sacrificios, han sufrido en general las consecuencias recesivas de los programas implementados.

Por otro lado, los países que no acordaron con sus acreedores y consecuentemente acumularon importantes atrasos, encontraron serios problemas en el manejo macroeconómico coyuntural. Por este motivo, tampoco pudieron encausar sus economías en el sentido del crecimiento.

Esta última observación no debe llevar a pensar que mayores pagos a los acreedores son sinónimo de seriedad en el manejo macroeconómico de corto plazo. Sin embargo, para encontrar soluciones al problema de la deuda externa, se requiere que las menores transferencias de recursos al exterior constituyan un elemento más de un programa que priorice las medidas de corto plazo necesarias para la estabilidad, y profundice las reformas estructurales imprescindibles para el crecimiento.

7. Los años transcurridos desde la crisis de la deuda han hecho evidente que el problema fue y es para la mayoría de los países de la Región un asunto de solvencia y no de liquidez, como fue planteado inicialmente. Ello se refleja en que, a pesar del considerable ajuste realizado por los países endeudados en su conjunto, el enfoque utilizado para las negociaciones a partir de 1982 no ha resuelto el problema del sobreendeudamiento.<sup>44/</sup> Dentro de este panorama global, la Argentina es hoy quizás el caso más crítico de la Región, ya que su deuda representa alrededor del 90% del PIB y los intereses equivalen a 60% de las exportaciones.

Además, ha quedado claro que, a pesar del ajuste realizado, no se produjo el resurgimiento del crédito voluntario, que a mediados de la década de 1980 fue visto por los acreedores como la contrapartida de los esfuerzos de ajuste de los deudores. Esta conclusión vale también para los países que han hecho "mejor los deberes".

Junto con estos hechos, cabe mencionar que la estrategia adoptada durante todos estos años ha permitido mejorar sustancialmente la posición de los bancos acreedores, reduciendo la relación de la deuda respecto del patrimonio, y generando aumentos de las reservas sobre los créditos a países altamente endeudados. Por lo tanto, más allá de las consideraciones que se puedan hacer respecto de los beneficios de la estrategia adoptada para los acreedores externos, es evidente que existen hoy mejores condiciones objetivas para que estos absorban los costos asociados a esquemas de reducción en el servicio de la deuda.

Por otro lado, existe hoy un reconocimiento creciente por parte de los acreedores de que el problema de la deuda es de solvencia. En consecuencia, las condiciones objetivas de los deudores y acreedores, hacen hoy necesario y posible desarrollar programas de reducción de la deuda.

A partir de la segunda fase del Plan Baker (1987), en el contexto de la situación del mercado (*market menu approach*), los países acreedores comenzaron a mencionar la alternativa de reducción de la deuda. Sin embargo, sólo apareció como una alternativa realmente viable con el Plan Brady, aplicándose por primera vez en las negociaciones de México de 1989.

No es el caso analizar aquí los problemas de la propuesta Brady ni soluciones alternativas.<sup>45/</sup> Sólo se quiere señalar que para que esta alternativa sea eficaz, la quita debe ser tal que la deuda no sea motivo de nuevas negocia-

ciones en el futuro, es decir, la quita no debe estar **solamente** relacionada con las reformas necesarias para lograr la estabilidad y el crecimiento, sino que también debe ser función del grado de endeudamiento.

Hoy es posible plantear este tipo de alternativas en el marco de un acuerdo con el FMI, no sólo porque los acreedores están dispuestos a discutirlos, sino también porque internamente hay más consenso de las dificultades que causa el problema de la deuda externa. En particular, el problema de las transferencias internas para pagar los servicios de la deuda externa, es comprendido por sectores que hasta hace poco insistían que el pago de todos los servicios de la deuda era una cuestión fundamental para incrementar el ahorro y la inversión en el país.

8. Para la Argentina, que en el último año ha conocido la hiperinflación y anteriormente había transitado al borde de la misma en varias oportunidades, resulta hoy más claro que nunca que estabilizar es una urgencia económica y política. Ello exige esfuerzos adicionales a los que el país ha hecho en los últimos años. Pero también es hoy absolutamente claro que ese esfuerzo será insuficiente en el contexto de una negociación tradicional de la deuda. El país ya ha pagado durante los últimos dos años los costos asociados a la moratoria, pero, al mismo tiempo, la caída en el valor de la deuda lo ubica hoy en mejores condiciones para realizar una negociación con los acreedores externos, que sin duda será difícil, pero que es imprescindible. En otras palabras, una **reducción sustancial** del peso de la deuda es uno de los elementos imprescindibles para lograr la estabilidad económica del país en forma permanente y para hacer factible el restablecimiento del crecimiento económico.

## Notas

- 1/ Si bien este proceso fue común a la mayoría de países de América Latina, el deterioro de los términos de intercambio fue mayor en la Argentina y, por lo tanto, las tasas reales de interés fueron mayores que para el conjunto de la Región. Para el cálculo de las tasas reales de interés pagadas por los países de América Latina, véase Bianchi, Devlin y Ramos (1987).
- 2/ De allí en adelante, el "síndrome de la licuación" acompañaría la política monetaria. Cada vez que las tasas de interés eran altas en términos reales, se generaban expectativas de que el gobierno tomaría medidas para reducir el endeudamiento del sector privado.
- 3/ El incremento en la participación del sector público después de 1983 se explica por los préstamos no voluntarios que el gobierno tomó para financiar el desequilibrio de la cuenta corriente y por la existencia de operaciones privadas con seguro de cambio originadas en 1981 y 1982 y no vencidos en 1983. Estas obligaciones fueron asumidas por el sector público a su vencimiento y fueron refinanciadas a largo plazo.
- 4/ Estas relaciones muestran una situación peor que el promedio de América Latina. Véase, Bianchi et. al, (1987).
- 5/ A pesar de estos préstamos puente, se acumularon importantes atrasos con los acreedores externos (cuadro 5). Como consecuencia de ello, las reservas internacionales aumentaron en alrededor de 500 millones dólares durante los primeros seis meses del año.
- 6/ Los acuerdos mencionados reflejan que, más allá de la "dureza" en la negociación, el gobierno argentino no estaba dispuesto a adoptar posiciones aisladas que llevaran a una

- ruptura de relaciones con los acreedores, como más tarde fueron los casos de Perú y Brasil.
- 7/ Es necesario reconocer que nunca quedó claro si esta estrategia inicial apuntaba a cambiar las reglas del juego o simplemente a tener un mayor poder de negociación en la búsqueda de un acuerdo externo.
  - 8/ Véase, por ejemplo, la declaración elaborada por los ministros de economía del Grupo de los Ocho, en Río de Janeiro, en diciembre de 1988.
  - 9/ Las demoras de los bancos en completar la masa crítica de los nuevos préstamos y algunas demoras administrativas del FMI fueron cubiertas, en algunas oportunidades, con préstamos puente.
  - 10/ Aun teniendo en cuenta el diagnóstico equivocado de que el problema era de liquidez, estaba claro que las dificultades difícilmente se superarían en tres o cuatro años.
  - 11/ Además del hostigamiento político, la Confederación General del Trabajo realizó varios paros generales contra la política dictada por el FMI.
  - 12/ Esta relación sería aún mayor si se toma en cuenta que durante 1988 se incurrió en significativos atrasos, que seguramente derivarán en nuevos préstamos u otras formas de financiamiento de los bancos, para pagarlos.
  - 13/ Las negociaciones se llevan a cabo en tres instancias: a) la firma del Acta Multilateral; b) los acuerdos bilaterales, y c) la firma de los acuerdos bilaterales. Hasta alcanzar esta última etapa, se producen —al menos en la experiencia argentina— grandes demoras. Por ejemplo, a mayo de 1989, todavía no se había llegado a un acuerdo en el acta bilateral por la refinanciación de 1987 con el Japón y los Estados Unidos, y las tres instancias (hasta la firma del Acuerdo), sólo se habían concluido con la República Federal de Alemania, Francia, España, Italia, Bélgica y Dinamarca.
  - 14/ Tal como lo muestra la experiencia de los últimos años, esta actitud de los bancos comerciales poco tenía que ver con que el país consiguiera mayores recursos, sino más bien con el hecho de que mayor financiamiento de los organismos internacionales significaba menores préstamos de los bancos. Esta situación, cuyas consecuencias fueron discutidas en varias oportunidades, significa que las reformas estructurales, que en muchos casos requieren financiamiento adicional, se han convertido en una manera de reducir la exposición de los bancos.
  - 15/ Para un análisis de este programa y en general de la política económica durante el Gobierno del Presidente Alfonsín, véase Machinea (1989).
  - 16/ A mediados de 1990, la deuda por concepto de intereses con la banca acreedora ascendió a alrededor de 6.200 millones de dólares.
  - 17/ Este acuerdo creó situaciones conflictivas dentro del gobierno de los Estados Unidos, y en menor medida entre algunos países industrializados.
  - 18/ El contexto para tomar la decisión era muy delicado. A la debilidad del programa económico en ejecución (a pesar de la reducción del gasto público, de una política monetaria muy dura), y a la falta de credibilidad en el gobierno por las fallas de los programas de estabilización anteriores, había que agregar la incertidumbre creada por las declaraciones de varios miembros del partido justicialista, en especial del entonces candidato a presidente. Parecía claro que éstas circunstancias producirían un cambio de portafolio (de australes a dólares) antes de las elecciones, con su impacto sobre el tipo de cambio. En este contexto, el intento de cambiar significativamente ciertos precios relativos podía actuar como el detonador de una corrida en el mercado de cambios.
  - 19/ Se pagó el 90% de los atrasos de dinero fresco, siendo la excepción los vencimientos del de 1983. El argumento que se utilizó para no hacer estos gastos fue el reiterado pedido del Comité de Bancos para que, al menos, se pagaran los intereses de los fondos prestados al gobierno constitucional.
  - 20/ En reiteradas oportunidades el gobierno argentino había considerado necesario distinguir la deuda nueva de la deuda vieja.

- 21/ Todo parece indicar que el cambio de portafolio se habría de producir en marzo, y sólo podía ser atenuado si las encuestas mostraban una mayor paridad entre el candidato del Partido Justicialista y el del Radicalismo. Las noticias sobre la ruptura de las negociaciones con la banca y de dificultades para obtener desembolsos de los préstamos del Banco Mundial actuaron como detonador de la crisis cambiaria. Véase Machinea (1989).
- 22/ Estas líneas eran el Trade Credit and Deposit Facility (TCDF) y la Trade Maintenance Facility (TMF). Al respecto, véase el Apéndice I, donde se describe el acuerdo con la banca acreedora.
- 23/ El Brasil continuó pagando al Club de París durante el período en que había declarado la moratoria. No obstante ello, tuvo un corte casi total de las líneas de crédito.
- 24/ Los bancos no plantearon objeciones por incumplimiento de la cláusula *pari-passu* en estos acuerdos: por su modalidad, porque fueron muy pocos y porque el monto en discusión era muy pequeño. Seguramente habría sido otra la reacción si hubieran estado en juego montos significativos o si se hubieran realizado pagos directos, generando precedentes que podrían haber sido utilizados por otros acreedores.
- 25/ A finalizar julio, los atrasos alcanzaron un máximo de 110 millones de dólares.
- 26/ Durante el último trimestre de 1988 se realizaron pagos importantes a este organismo, que si bien constituyeron transferencias negativas, posibilitaron la aprobación de varios préstamos que revirtieron esta situación en el primer semestre de 1989.
- 27/ Esta situación también se observó con algunos préstamos del Banco Mundial.
- 28/ Las características de las distintas líneas —que fueron el resultado de los acuerdos de 1985 y 1987— se presentan en el Apéndice II.
- 29/ A partir de agosto de 1988, los intereses y vencimientos de capital de los préstamos privados se pagaron por el mercado libre de cambios.
- 30/ La experiencia del caso de Irán muestra que a este país se le embargaron sólo los fondos oficiales depositados en bancos comerciales, y al parecer esos embargos estaban vinculados sólo con deudas comerciales.
- 31/ El primer período cubre desde abril a julio de 1988, el segundo desde agosto de 1988 hasta la primera semana de febrero de 1989 (Plan Primavera) y el último, de febrero en adelante. En este período la situación se fue agravando con el paso del tiempo, como consecuencia de la hiperinflación de abril a julio de 1989.
- 32/ Si bien las reservas internacionales habían crecido, los bancos comerciales, al igual que la mayoría de los analistas económicos, sobreestimaban el nivel de reservas en alrededor de 1.000 millones de dólares.
- 33/ La calificación de “value impaired” parece un episodio imprescindible en una negociación de largo plazo que busca una reducción sustancial en los servicios de la deuda. Sin embargo, no debe desestimarse el impacto negativo de corto plazo, en especial en una situación donde los operadores financieros nacionales consideran la buena relación con los acreedores externos como una parte integral de una política económica razonable.
- 34/ No se considera el efecto que un acuerdo con el FMI podría haber tenido sobre las variables internas (por ej. tipo de cambio y tarifas públicas), porque escapa al objetivo de este trabajo.
- 35/ A la luz de la experiencia histórica, más allá de las dificultades para el arreglo, obtener todos esos desembolsos antes de fines de 1989 habría sido muy difícil porque, entre otras cosas, hubiese requerido un cumplimiento estricto con el FMI durante cuatro trimestres consecutivos.
- 36/ Lamentablemente no se cuenta con buenos datos de financiamiento de importaciones. La información agregada que publica el Banco Central en el Balance de Pagos muestra un financiamiento de importaciones constantemente negativo, es decir, un continuo desfinanciamiento a lo largo de casi toda la década de 1980. Obviamente, la magnitud del desfinanciamiento acumulado hace poco comprensible la información que se publica. Tampoco se dispone de ninguna desagregación de la información que posibilite elaborar estima-

- ciones propias. Por ello, el análisis no las toma en cuenta y se apoya en datos sobre "financiamiento de exportaciones" y en información suministrada por entidades financieras.
- 37/ Nos referimos a las líneas de crédito cautivas, o sea, las TCDF y TMF.
- 38/ De hecho, una de las maneras en que se manifiesta la fuga de capitales es a través de la disminución de la demanda de financiamiento comercial.
- 39/ La brecha fue de aproximadamente 20% durante el Plan Primavera, pero dado que las importaciones se pagaban por el mercado libre y las exportaciones industriales tenían reembolsos, sólo existía estímulo para subfacturar exportaciones de productos agropecuarios.
- 40/ Entre abril y julio de 1988 la brecha fue de aproximadamente 25%, pero a partir de febrero de 1989, con la excepción de mayo, donde hubo tipo de cambio libre aunque con importantes impuestos a la exportación, la brecha alcanzó en promedio al 80%.
- 41/ La caída de las reservas aceleró la fuga de capitales porque creó incertidumbre respecto de si el gobierno podría hacer frente a aquellos compromisos que requerían uso de reservas.
- 42/ Quizás el ejemplo más claro sobre este punto son las pequeñas divergencias en el programa acordado con el FMI durante el tercer trimestre de 1985, que bloqueó el desembolso del Fondo y los bancos acreedores. Durante ese trimestre, la Argentina había logrado una reducción de la inflación del 30% al 2% mensual, había mejorado sustancialmente su balanza de pagos y el déficit fiscal había disminuido de 12,5% a 2,5% del PIB. En otras palabras, el país había logrado lo que nunca había conseguido: un programa de corto plazo diseñado por el FMI.
- 43/ Si el programa argentino de fines de 1988 hubiese funcionado mejor, es probable que, por la conjunción de actitudes críticas a nivel internacional respecto del papel del FMI, el Banco Mundial habría tenido a partir de ese entonces un papel más protagónico en las negociaciones de la deuda.
- 44/ A pesar de que las relaciones entre los servicios de la deuda y el PIB y las exportaciones han disminuido en los últimos dos años, sigue siendo mayor que al comienzo de la crisis de la deuda.
- 45/ Al respecto puede verse CEPAL (1990).

**Cuadro 1**  
**ARGENTINA: DEUDA EXTERNA**  
*(miles de millones de dólares)*

	1980	1983	1984	1985	1986	1987	1988 <sup>a/</sup>
PUBLICA (1)	14,5	31,7	35,5	40,9	44,7	51,8	53,5
PRIVADA (2)	12,7	13,4	10,6	8,4	6,7	6,5	5,0
TOTAL (1)+(2)	27,2	45,1	46,2	49,3	51,4	58,3	58,5
. Bancos	—	31,9	32,7	33,8	33,7	36,9	37,3
. Instituciones internacionales	—	2,8	2,8	4,6	5,6	8,5	8,6
. Otros	—	10,4	10,7	10,9	12,1	12,9	12,6
TOTAL (a dólares de 1987)	36,6	51,8	51,0	53,2	54,1	58,3	59,5
DEUDA/PBI (%)	43,1	66,8	64,2	69,9	67,6	69,0	70,0
DEUDA/EXPORTACIONES	3,4	5,8	5,7	5,9	7,5	8,8	6,5
RESERVAS INTERNACIONALES <sup>b/</sup>	7,7	2,7	2,6	4,3	4,3	3,0	5,0
DEUDA NETA	19,5	42,2	43,6	45,0	47,1	55,3	53,5

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

a/ Preliminar. Estimaciones propias.

b/ Incluye: Oro, derechos especiales de giro (DEG), inversiones en divisas y posición neta de la ALADI.

Cuadro 2  
**ARGENTINA: BALANCE DE PAGOS**  
(millones de dólares)

Período	Exportaciones	Importaciones	Balance comercial	Pago intereses	Otros	Cuenta corriente	Cuenta capital	Resultado balance pagos
1980	8.021	-10.540	-2.519	-2.175	-74	-4.768	2.275	-2.493
1981	9.143	-9.430	-287	-3.850	-577	-4.714	1.155	-3.559
1982	7.624	-5.337	2.287	-4.926	281	-2.358	-3.808	-6.166
1983	7.636	-4.505	3.331	-5.423	-369	-2.461	-111	-2.572
1984	8.107	-4.584	3.523	-5.537	-377	-2.391	647	-1.744
1985	8.396	-3.814	4.582	-5.132	-403	-953	397	-566
1986	6.852	-4.723	2.130	-4.291	-698	-2.859	784	-2.075
1987	6.360	-5.820	540	-4.145	-633	-4.238	138	-4.100
1988	9.134	-5.324	3.810	-4.678	-747	-1.615	234	-1.381
1985	8.396	-3.814	4.582	-5.132	-403	-953	397	-566
I	1.803	-977	826	-1.400	-206	-780	-108	-888
II	2.570	-927	1.643	-1.317	-139	187	92	279
III	2.310	-979	1.331	-1.215	-7	109	405	514
IV	1.713	-931	782	-1.200	-51	-469	8	-461
1986	6.852	-4.723	2.130	-4.291	-698	-2.859	784	-2.075
I	1.513	-921	592	-1.122	-273	-603	165	-636
II	1.869	-1.154	814	-1.176	-154	-456	437	19
III	1.897	-1.386	541	-940	-109	-508	128	-360
IV	1.574	-1.283	181	-1.113	-160	-1.092	54	-1.038
1987	6.360	-5.820	540	-4.145	-633	-4.238	138	-4.100
I	1.441	-1.200	241	-976	-286	-1.021	560	-461
II	1.741	-1.379	362	-1.036	-124	-798	-605	-1.403
III	1.618	-1.633	-15	-977	-106	-1.098	-172	-1.270
IV	1.560	-1.608	-48	-1.156	-117	-1.321	355	-966
1988	9.134	-5.324	3.810	-4.678	-747	-1.615	234	-1.381
I	1.713	-1.165	548	-1.084	-316	-852	-150	-1.002
II	2.304	-1.407	897	-1.180	-144	-427	-10	-437
III	2.673	-1.458	1.215	-1.097	-115	3	581	584
IV	2.444	-1.294	1.150	-1.317	-172	-339	-187	-526
1989	2.117	-1.168	949	-1.305	-487	-843	-725	-1.558
II	2.546	-1.034	1.512	-1.519	-57	-64	-1.612	-1.589

Fuente: Banco Central de la República de Argentina.

Cuadro 3  
**ARGENTINA: TERMINOS DEL INTERCAMBIO, TASAS REALES DE INTERES Y TIPO DE CAMBIO**  
*(Índices; porcentajes)*

	Precios Exportación	Precios Importación	Términos Intercambio	Variación Precios Exportación (%)	Precios Consumidor en países Industr. (%)	Libor Nominal (%)	Libor Real (%)	Libor Real (%)	Tipo Cambio
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) = (6)/(4)	(8) = (6)/(5)	(9)
1980	302,3	256,9	117,7	17,2	11,9	14,0	-2,7	1,8	57,3
1981	311,0	249,6	124,6	2,9	9,9	16,6	13,3	6,2	64,2
1982	258,2	245,4	105,2	-17,0	7,5	13,5	36,7	5,6	104,0
1983	232,7	228,3	101,9	-9,9	5,0	9,8	21,9	4,6	115,9
1984	246,0	223,0	110,3	5,7	4,8	11,3	5,3	6,2	100,0
1985	219,4	231,0	95,0	-10,8	4,1	8,6	21,7	4,3	110,8
1986	194,0	240,5	80,7	-11,6	2,4	6,9	20,9	4,4	123,9
1987	186,4	268,7	69,4	-3,9	3,0	7,3	11,7	4,2	137,0
1988	218,1	293,2	74,4	17,0	3,3	8,1	-7,6	4,6	139,7

Fuente: Oficina de CEPAL en Buenos Aires, Estadísticas Financieras Internacionales (FMI) y estimaciones propias.

Cuadro 4  
**ARGENTINA: INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN**  
*(porcentaje del PIB, a precios constantes de 1970)*

AÑO	PBI	Efecto términos Intercambio	Pagos netos a factores <sup>a/</sup>	Ingreso Bruto Nacional	Consumo	Ahorro Nacional	Ahorro Externo	Balance Comercial bienes y servicios	Inversión Bruta Interna	Nivel del PIB
1980	100,0	2,3	-2,2	100,0	83,2	16,8	6,9	-6,9	23,7	100,0
1981	100,0	3,1	-5,4	97,7	85,4	12,3	7,1	-4,8	19,4	93,4
1982	100,0	0,4	-7,7	92,6	80,3	12,3	4,1	3,3	16,4	88,8
1983	100,0	0,2	-9,4	90,9	81,0	9,9	4,4	4,8	14,2	91,4
1984	100,0	1,5	-9,8	91,6	83,7	7,9	4,3	4,0	12,3	93,8
1985	100,0	-0,3	-9,3	90,4	82,1	8,4	2,0	7,6	10,3	89,5
1986	100,0	-2,1	-7,1	90,8	84,0	6,8	4,7	4,5	11,4	94,4
1987	100,0	-3,7	-6,1	90,1	83,1	7,0	6,1	3,7	13,2	96,2
1988	100,0	-2,6	-7,1	90,3	80,6	9,7	2,8	6,9	12,5	93,3

Fuente: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre datos oficiales.  
a/ Deflactados por el índice de precios de las importaciones.

Cuadro 5  
**ARGENTINA: ATRASOS EN LOS PAGOS DE LA DEUDA EXTERNA**  
(millones de dólares)

	1982		1983			1984			1985			1986			1987			1988			1989		
	Dic	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	Dic	Jun	Sep	
<b>TOTAL</b>	2.540	3.222	3.778	4.236	4.163	3.338	2.410	1.718	1.186	544	499	583	623	1.447	2.073	2.927	3.580	5.322	6.246	6.246	5.322	6.246	
<b>SECTOR PUBLICO</b>	2.001	2.028	2.998	3.527	3.424	2.717	2.338	1.662	1.186	544	152	583	623	1.447	2.073	2.927	3.580	5.171	6.246	6.246	5.171	6.246	
Atrasos comerc.	777	902	1.360	1.274	1.477	141	122	173	123	544	152	40	100	111	199	236	155	231	247	247	155	231	
.Capital	—	771	1.172	1.040	1.191	100	90	135	123	—	152	40	100	111	199	236	155	231	247	247	155	231	
.Intereses	—	131	188	234	286	41	32	38	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Atrasos financ.	879	773	1.184	1.762	1.369	1.399	1.542	890	528	413	270	523	498	1.321	1.859	2.676	3.410	4.830	5.874	5.874	4.830	5.874	
.Capital	65	43	13	—	5	—	85	113	63	46	39	176	109	281	338	529	635	663	895	895	663	895	
.Intereses	814	730	1.171	1.762	1.364	1.899	1.457	777	465	367	231	347	389	1.040	1.521	2.147	2.775	4.167	4.979	4.979	4.167	4.979	
Otros atrasos	345	353	444	491	578	677	674	599	535	60	27	20	25	15	15	15	15	15	125	125	15	110	
<b>SECTOR PRIVADO</b>	539	1.194	790	707	739	621	72	56	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Atrasos comerc.	382	880	270	45	47	27	17	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
.Capital	—	752	230	39	39	27	17	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
.Intereses	—	128	40	6	8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Atrasos financ.	118	191	431	543	553	439	55	56	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
.Capital	95	65	102	124	138	147	14	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
.Intereses	23	126	329	419	416	292	40	56	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Otros atrasos	39	123	86	119	138	155	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
<b>ATRASOS CON BANCOS</b>																							
<b>COMERCIALES</b>	1.549	1.877	2.352	1.921	1.921	2.472	1.356	476	201	275	171	228	175	804	1.310	1.949	2.559	3.458	4.308	4.308	3.458	4.308	

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 6  
**ARGENTINA: TRANSFERENCIAS NETAS AL EXTERIOR**  
(millones de dólares)

Período	Déficit Balance de Pagos	Variación de reservas	Variación de depósitos en divisa	Intereses devengados	Transferencia como % intereses totales	Transferencia como % Int. tot. Incl. depósito en US\$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = ((4)-(1)+(2))/4	(6) = ((4)-[(1)+(2)-(3)])/4
1984	1.744	207	—	5.537	64,8	64,8
1985	556	1.871	570	5.132	52,7	63,8
1986	2.249	-563	142	4.291	60,7	64,0
1987	4.600	-1.111	154	4.145	15,8	19,3
1988	1.613	1.785	398	4.678	27,4	35,9
I	1.002	-149	53	1.084	21,3	27,0
II	611	418	5	1.180	12,8	13,2
III	-584	1.250	174	1.097	39,3	55,2
IV	574	266	156	1.317	36,3	47,8
1989						
I	1.722	-1.642	-70	1.301	93,9	88,5
II	1.657	-670	-965	1.523	35,5	-27,6
I Sem.	3.379	-2.324	-1.035	2.824	62,5	25,9
Acumulado 1984-88	—	—	—	—	45,5	50,8
Acumulado 1985-88	—	—	—	—	39,7	45,9

Fuente: Estimaciones propias en base a datos del Banco Central.

a/ Se excluyeron los préstamos sectoriales (BID, Banco Mundial) de la cuenta capital del Balance de Pagos.

b/ El signo negativo indica disminución. Se consideraron las reservas totales.

Cuadro 7  
**ARGENTINA: DESEMBOLSOS PREVISTOS Y REALIZADOS DEL FMI 1984-88**  
*(millones de DEG<sup>a/</sup>)*

**1. Acuerdo de Septiembre de 1984**

	Total	1984	1985				1986	
		IV	I	II	III	IV	I	II
<b>a) Stand-by</b>								
Previsto	1.419,0	236,5	236,5	236,5	236,5	236,5	236,5	
Sin renegociación	236,5		236,5					
Acuerdo junio 1985	473,0				473,0			
Waiber febrero 86	236,5						236,5	
Waiber junio 86	236,5							236,5
Realizado total	1.182,5	—	236,5		473,0		236,5	236,5
Diferencia acumulada	236,5	236,5	236,5	473,0	236,5	473,0	473,0	236,5
<b>b) Caída de exportaciones</b>								
Previsto	275,0	275,0						
Realizado	275,0		275,0					
Diferencia	—	275,0	—					
<b>c) Retrasos en los desembolsos</b>		511,5	236,5	473,0	236,5	473,0	473,0	236,5
<b>d) Préstamos puentes vinculados (en dólares)</b>		600,0	-600,0	483,0	-483,0			
<b>e) Retrasos no cubiertos por puentes (en DEG<sup>s</sup>)</b>			236,5	—	236,5	473,0	473,0	236,5

**2. Acuerdo de enero de 1987**

	Total	1987				1988	
		I	II	III	IV	I	II
<b>a) Stand-by</b>							
Previsto	1.113,0	185,5	185,5	185,5	185,5	185,5	185,5
Sin renegociación	—						
Acuerdo julio 87	285,5			285,5			
Acuerdo noviembre 87	165,5				165,5		
Acuerdo febrero 88	165,5					165,5	
Realizado total	616,5			285,5	165,5	165,5	
Diferencia acumulada	496,5	185,5	371,0	271,0	291,0	311,0	496,5
<b>b) Caída de exportaciones</b>							
Previsto	388,7	388,7					
Realizado	518,0			518,0			
Diferencia	-129,3	388,7	388,7	-129,3	129,3	-129,3	-129,3
<b>c) Retrasos en desembolsos</b>		574,2	759,7	141,7	161,7	181,7	367,2
<b>d) Préstamos puentes vinculados (en US\$)</b>		500,0		-500,0			
<b>e) Retrasos no cubiertos por puentes (en US\$)</b>		185,5	371,0	141,7	161,7	181,7	367,2

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

a/ La conversión a dólares se efectúa con las siguientes tasas: 1984: 0,98; 1985: 1,10; 1986: 1,22; 1987: 1,42; 1988: 1,35.

**Cuadro 8**  
**SINTESIS PLAN FINANCIERO ARGENTINO 1984-85**  
*(millones de dólares)*

	Préstamo financiero	Facilidad comercial	Refinanc. deuda sector público	Facilidad mercado monetario	Mantenimiento créditos comerciales	Refinanc. deuda sector privado
<b>Monto</b>	3.700	500	10.400	1.400	1.200	3.500
<b>Tasa Interés</b>	1 1/4 s/prime ó 1 5/8 s/Libor	1 s/prime ó 1 3/8 s/Libor	1 3/8 s/Libor ó 1 3/8 s/CD	1/4 ó 1/2 s/Libor <sup>a/</sup>	1/8 s/Libor ó 3/4 s/prime	1 3/8 s/Libor
<b>Plazo</b>	10 años con 3 de gracia	4 años	12 años con 3 de gracia <sup>b/</sup>	360 días	360 días	10 años con 3 de gracia
<b>Amortización</b>	Progresiva 15 semestres	Al vencimiento	Progresiva	—	—	Constante
<b>Comisiones:</b>						
a) Facilidad	5/8	1/2	—	1/8	1/8	—
b) Agente	0,600	0,200	a convenir	—	—	—
c) Compromiso	1/2	0,270 <sup>c/</sup>	—	—	—	—
d) Mora	—	—	—	1/2	1/2	—
<b>Gastos</b>	d/	d/				

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

a/ Plazos menores o mayores a 30 días.

b/ 12 años para vencimientos originales que se producen en 1984 y 1985. 10 años para los producidos en 1982 y 1983 que se han venido renovando cada 90 días.

c/ Comisión del coordinador.

d/ No se especifica límite.

Cuadro 9  
**ARGENTINA: DESEMBOLSOS PREVISTOS Y REALIZADOS  
 DE LA BANCA ACREEDORA 1984-88**  
*(millones de dólares)*

	Total	1985				1986			
		I	II	III	IV	I	II	III	
<b>Acuerdo de 1984</b>									
Previsto	4.200	2.000	680	840	680				
Realizado	4.200			2.200	800	—	1.200		
Diferencia acumulada	—	2.000	2.680	1.320	1.200	1.200	—		
	Total	1987				1988			
		I	II	III	IV	I	II		
<b>Acuerdo de 1987</b>									
Previsto	1.950		950	200	650	150			
Realizado	1.800				1.250	550			
Diferencia acumulada	150		950	1.150	550	150	150		

Fuente: Banco Central de Argentina.

Cuadro 10  
**ARGENTINA: TRANSFERENCIAS NETAS DE FONDOS EN EL BIDA/**  
*(millones de dólares)*

Año calendario y trimestres	Desembolsos brutos (1)	Pagos de préstamos			Desembolsos netos (3)=(1)-(2)	Monto préstamos aprobados (en divisas)	Monto repagos impagos/ al 31-dic	Monto deuda acumulada c/ al 31-dic
		Intereses y comisiones	Amortizac.	Total pagos (2)				
1980	138,9	48,3	86,0	134,3	4,6	298,4	0,0	
1981	128,8	54,7	42,3	97,0	31,8	185,7	0,0	
1982	142,5	62,0	54,0	116,0	26,5	396,0	2,4	
1983	138,9	66,4	51,7	118,1	20,8	53,4	36,2	
1984	210,0	98,4	88,1	186,5	23,5	350,8	0,0	
1985	213,8	99,4	61,7	161,1	52,7	100,0	0,0	1.576,1
1986	179,8	128,6	91,9	220,5	-40,7	496,0	0,0	1.919,0
1987	168,9	112,8	79,2	192,0	-23,1	0,0	66,7	1.865,1
1988	232,2	166,2	179,1	345,3	-113,1	529,0	36,3	
I	88,9	66,3	63,7	130,0	-41,1			
II	21,9	6,4	3,1	9,5	12,3			
III	79,8	62,2	51,1	113,3	-33,5			
IV	41,7	44,3	48,3	92,6	-50,9			
1989 <sup>d/</sup>	306,2	55,7	43,3	99,0	207,2	0,0	114,0	1.986,9
I	171,5	36,5	32,7	69,2	102,3			
II	134,7	19,2	10,6	29,8	104,9			

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

a/ Con excepción de los datos de deuda al 31 de diciembre de cada año, los datos correspondientes a desembolsos y pagos son a la fecha valor de la transacción.

b/ Monto de los servicios de préstamos impagos (incluye amortización, intereses y comisiones).

c/ Por concepto de principal de préstamos en divisas. Utilizando tipos de cambio a fin del período indicado. d/ Datos al 30 de junio de 1989.

Cuadro 11  
**ARGENTINA: TRANSFERENCIAS NETAS DE FONDOS  
 CON EL BANCO MUNDIAL**  
*(millones de dólares)*

Período	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses	Comisión compromisos	Transferencias netas
1977	20,04	20,72	25,70	0,98	-27,36
1978	26,35	17,59	30,15	2,44	-23,83
1979	38,76	24,17	31,59	3,67	-20,67
1980	71,11	40,62	33,21	3,56	-6,28
1981	119,68	44,87	33,32	5,99	35,50
1982	83,12	56,73	37,46	5,41	-16,48
1983	69,54	41,34	30,53	5,20	-7,53
1984	95,86	76,43	47,28	8,34	-36,19
1985	143,53	68,43	40,54	5,08	29,48
1986	407,70	134,07	69,79	5,38	198,46
1986 31/12/86	77,31	7,01	3,77	1,17	65,36
1987	794,75	133,05	85,03	5,62	571,04
1988 31/1/88	9,02	32,85	8,08	0,11	-32,03
29/2/88	18,47	12,13	21,71	1,85	-17,21
31/3/88	33,60	1,95	3,98	0,16	27,51
30/4/88	9,17	0,26	11,08	0,67	-2,85
31/5/88	13,61	8,24	5,14	0,10	0,12
30/6/88	174,63	36,38	19,43	0,14	118,69
31/7/88	21,38	41,78	18,02	0,19	-38,62
31/8/88	10,38	15,43	23,66	1,53	-30,24
30/9/88	11,74	0,00	18,70	0,06	-7,02
31/10/88	2,82	26,20	15,03	0,28	-38,69
30/11/88	68,30	7,54	4,92	0,03	55,81
31/12/88	113,56	5,01	4,34	0,10	104,11
1988 TOTAL	486,67	187,77	154,09	5,22	139,59
1989 31/1/89	95,27	33,61	35,79	0,32	25,56
28/2/89	8,03	33,30	27,29	1,24	-53,79
31/3/89	20,84	0,00	0,00	1,12	19,72
30/4/89	73,98	0,00	0,17	0,21	73,60
31/5/89	19,79	6,38	7,89	1,08	4,44
30/6/89	28,01	30,70	30,34	0,09	-33,12
31/7/89	4,34	20,63	2,41	0,31	-19,01
1989 TOTAL	250,27	124,61	103,89	4,36	17,41
Trim. I	124,14	66,90	63,08	2,67	-8,51
Trim. II	121,78	37,08	38,40	1,38	44,93

Fuente: Banco Mundial.

Cuadro 12  
**ARGENTINA: TRANSFERENCIAS NETAS CON EL FMI**  
*(millones de DEG)*

Período	Desembolsos	Amortizaciones	Intereses y cargas	Transferencias
<b>1983</b>	1.120,6	—	70,4	1.050,2
<b>1984</b>	—	—	120,5	-120,5
<b>1985</b>	984,5	—	154,9	829,6
I	511,5	—	23,5	488,0
II	—	—	46,7	-46,7
III	473,0	—	28,2	444,8
IV	—	—	56,5	-56,5
<b>1986</b>	473,0	317,2	164,3	-8,5
I	236,5	—	23,0	213,5
II	236,5	80,1	55,2	101,2
III	—	109,6	26,7	-136,3
IV	—	127,5	59,4	-186,9
<b>1987</b>	969,8	494,2	173,2	302,4
I	—	119,6	24,2 <sup>a/</sup>	-143,8 <sup>a/</sup>
II	—	127,5	58,2 <sup>a/</sup>	-185,7 <sup>a/</sup>
III	804,3	119,6	28,2 <sup>a/</sup>	656,5 <sup>a/</sup>
IV	165,5	127,5	62,6 <sup>a/</sup>	-24,6 <sup>a/</sup>
<b>1988</b>	398,7	381,9	198,9	-182,1
I	398,7	222,8	66,3	109,6
II	—	52,2	26,6	-78,8
III	—	42,1	73,0	-115,1
IV	—	64,8	33,0	-97,8
<b>1989</b>	—	—	—	—
I	—	120,8	82,1	-202,9
II	—	63,9	38,3	-112,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional

a/ Estimado.

Cuadro 13  
**TRANSFERENCIAS AL EXTERIOR PARA FINANCIAR LA CUENTA  
CORRIENTE Y LA VARIACION DE RESERVAS**  
*(millones de dólares)*

Período	Resultado Cuenta Corriente (1)	Variación Reservas (2)	Intereses Devengados (3)	(4) = (3) + [(1) + (2)] / (3)
1985	-953	-1.871	5.132	45,0
1986	-2.957	563	4.291	46,5
1987	-4.238	1.111	4.145	24,6
1988	-1.615	-1.785	4.678	27,3
I	-852	149	1.084	35,1
II	-427	-418	1.180	28,3
III	3	-1.250	1.087	-18,7
IV	-339	-266	1.217	54,1
1989				
I. Sem.	-947	2.324	2.924	148,7

Fuente: Estimaciones propias

(a) (-) Aumento

Cuadro 14  
**ARGENTINA: TRANSFERENCIAS A LOS BANCOS COMERCIALES**  
*(millones de dólares)*

Período	Amortiza ciones	Financ. Importa ciones	Intereses devenga dos	Atrasos	Refinan ciado	Nuevas prest.	Neto	Neto
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) = (5) + (6) + (4) - (1) - (3)	(8) = (7) - (2)
1984	-509	202	-3.914	372	183	-	-3.868	-3.666
1985	-896	-357	-3.628	-1.445	—	3.096	-2.873	-3.230
1986	-280	-98	-2.939	-201	72	1.207	-2.159	-2.239
1987	-117	-309	-2.715	-47	—	1.244	-1.635	-1.944
1988	-335	-706	-2.952	1.721	—	542	-1.024	-1.730
I	-22	-323	-730	-53	—	542	-263	-586
II	-126	-147	-756	629	—	—	-253	-400
III	-170	-40	-634	506	—	—	-145	-185
IV	-105	-196	-832	639	—	—	-298	-494

Fuente: Estimaciones propias

### Bibliografía

- Bianchi, A., R. Devlin y J. Ramos (1987), "Adjustment in Latin América, 1981-1986", en Vittorio Corbo y otros (comp.) *Growth Oriented Adjustment Programs*, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, Washington D.C.
- Bouzas, R. y S. Keifman (1988), "Las negociaciones financieras externas de la Argentina en el período 1982/87" en R. Bouzas (comp.), *Entre la heterodoxia y el ajuste. Negociaciones financieras externas de América Latina*, GEL. Buenos Aires.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (1984), *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina*, serie Cuadernos de la CEPAL 48, Santiago de Chile.
- (1988), *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Estudios e Informes de la CEPAL, 72, Santiago de Chile.
- (1990), *América Latina y el Caribe: Opciones para reducir el peso de la deuda*, Serie Libros de la CEPAL, n° 26, Santiago de Chile.
- Feldman, E. y J. Sommer (1986), *Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina*, Centro Editor de América Latina, Buenos Aires.
- García, A y S. Junco (1987), "Historia de la renegociación de la deuda externa argentina", *Boletín Informativo Techint*, Buenos Aires.
- Machinea, J.L. (1989), "Stabilization under Alfonsín government: A frustrated attempt", mimeo, Buenos Aires.

## APENDICE I

### Acuerdos con la banca acreedora

Entre 1984 y 1988 el gobierno argentino firmó dos acuerdos con la banca acreedora.

A. El *primero* de los acuerdos fue concretado a fines de 1984 y cubrió el período 1984-85. Sus principales características (véase el cuadro 8) fueron las siguientes:

*Refinanciaciones:*

Cubre los vencimientos hasta fines de 1985.

*Nuevos préstamos:*

- a) Facilidad de mediano plazo por 3 700 millones de dólares, desembolsable según el cronograma del cuadro 9.
- b) Facilidad de crédito comercial y depósito (TCDF) por 500 millones de dólares.

*Mantenimiento de líneas comerciales (TMF):*

Compromiso de mantener las líneas comerciales en los niveles del 30 de septiembre de 1984 (aproximadamente 1 200 millones de dólares).

*Mantenimiento de las líneas del mercado monetario:*

Compromiso de mantener los saldos interbancarios al 30 de septiembre de 1984 (aproximadamente 1 400 millones de dólares en las subsidiarias y agencias del exterior, del Banco de la Nación Argentina, Banco de la Provincia de Buenos Aires y Banco Río de la Plata).

*On lending:*

La facilidad de mediano plazo permitía el empréstito de 2/3 de la facilidad de mediano plazo, o sea 2 466 millones de dólares. De este monto, 50% al sector público y 41.9% al sector privado o público, con un monto similar de fondos adicionales, y 8.1% al sector privado para cancelar obligaciones externas.

B. El *segundo* de los acuerdos con la banca acreedora se alcanzó en abril de 1987, y tuvo las siguientes características:

*Refinanciaciones:*

Cubre los vencimientos desde el 1 de enero de 1986, incluyendo los vencimientos de las refinanciaciones acordadas previamente.

*Nuevos préstamos:*

- a) Crédito a plazo por 1 550 millones de dólares.
- b) Facilidad de crédito comercial y depósito (TCDF) por 400 millones de dólares.

*Mantenimiento de líneas comerciales:*

Compromiso de mantener las líneas comerciales en los niveles de la misma fecha que la facilidad anterior (30.9.84). El monto ahora se estimaba en 1 000 millones de dólares.

*Mantenimiento de las líneas del mercado monetario:*

En los mismos niveles que en el acuerdo anterior.

*Instrumento de participación alternativa o "exit bonds":*

Se otorgaba como canje hasta un monto determinado, (5 millones de dólares por banco), por deudas que servían de base para la determinación de los fondos adicionales que debía aportar cada banco. Eran obligaciones al portador y a la tasa fija del 4%.

*On lending:*

Se redujo sensiblemente el total de on lending a un máximo de 600 millones de dólares en un plazo de 5 años.

*Investment fund:*

En sustitución del "on lending" se acordó represtar hasta 350 millones de dólares (durante 5 años) del crédito a plazo para financiar inversiones, con el compromiso de aportar fondos adicionales de igual magnitud, y que los desembolsos tuvieran límites mensuales.

*Capitalización de deuda externa:*

Se acordó un mecanismo de capitalización de deuda externa por 1 900 millones en cinco años.

## APENDICE II

### Transferencia de recursos al exterior. Nota metodológica

En el texto se comentó el cuadro 6, que incluye una medición de las transferencias de recursos al exterior entre 1984 y el primer semestre de 1989. La metodología empleada para elaborar este cuadro pretende mostrar el financiamiento externo que obtuvo el país mediante "acuerdos" y "atrasos" para afrontar esas transferencias y la variación de reservas.

Para ello, se parte del resultado del balance de pagos en la definición habitual del Banco Central y se realizan dos ajustes. En primer lugar, se corrige ese resultado por los préstamos de apoyo sectorial de los organismos multilaterales de crédito (BID y Banco Mundial), que en general forman parte de los acuerdos de financiamiento externo y que en el balance de pagos se toman como movimientos "autónomos". En segundo lugar, se incorpora en el resultado la variación de depósitos en moneda extranjera de residentes argentinos, que toman los bancos comerciales por cuenta del Banco Central.

Al resultado del balance de pagos así obtenido se agrega la variación de reservas, entendiéndose que un aumento de reservas se corresponde con menores transferencias al exterior, mientras que la desacumulación de reservas es equivalente a mayores transferencias.

Al comparar este resultado con los intereses pagaderos al exterior se determina qué parte de los intereses se paga con recursos propios, es decir, sin necesidad de financiamiento externo. La última columna del cuadro 6 muestra este aspecto.

Una forma diferente de medir las transferencias al exterior es considerar los movimientos de capitales "autónomos" como fuentes adicionales de financiamiento externo. En ese caso, el financiamiento externo es mayor cuando los movimientos de capitales autónomos son positivos, y menor cuando son negativos.

Los resultados de esta medición se presentan en el cuadro 13. La última columna del mismo muestra el porcentaje de intereses de la deuda externa que se pagaron con recursos propios, incluyendo ahora los movimientos "autónomos" de capitales. Comparando este cuadro con el cuadro 6, se aprecia el aporte del financiamiento "autónomo".

De allí resultó que el financiamiento "autónomo" fue positivo en el segundo semestre de 1988 (Plan Primavera), levemente negativo en 1987 y el primer semestre de 1988 y fuertemente negativo en el primer semestre de 1989.

### APENDICE III

#### Manejo de las transferencias internas

Al momento de la moratoria, gran parte de los pagos de la deuda externa que se pospusieron, eran obligaciones del Gobierno Nacional (Tesoro) y del Banco Central. En 1987 se tomaron decisiones respecto de la deuda con la banca acreedora, que exigieron que el Tesoro Nacional se hiciera cargo del pago de los servicios de la deuda de las empresas del Estado. De esa manera, en 1988 las obligaciones del Tesoro con la banca acreedora estaban conformadas por: a) aquellas que había tomado en forma directa; b) aquellas originalmente tomadas por entes gubernamentales y que asumió en 1987, y c) aquellas que asumió en el momento del vencimiento de las obligaciones privadas a las que entre 1981 y 1982 se les otorgó un seguro de cambio. Sólo las obligaciones de los bancos oficiales nacionales quedaron a cargo de los tomadores originales. Por su parte, el Banco Central quedó como deudor de los préstamos de dinero fresco recibidos en las refinanciaciones y de los depósitos de las facilidades de mantenimiento de líneas comerciales y del mercado monetario.

En el caso de las obligaciones reestructuradas o reestructurables en el marco del Club de París, los acuerdos bilaterales definían al gobierno nacio-

nal como deudor con el exterior. Pero, el gobierno acordó con los deudores originales del sector público transferirles los términos y condiciones de los acuerdos alcanzados. En cambio, en el caso del sector privado, se determinó que para que el gobierno se hiciera cargo de las obligaciones con el exterior, el deudor privado debía cancelar la deuda en moneda local.

De lo anterior surge que el mecanismo para proveer los fondos en moneda local era distinto para las obligaciones con el Club de París que para las de los bancos acreedores. En este último caso, los recursos en moneda local debían provenir exclusivamente del Tesoro Nacional o del Banco Central, mientras que en el caso del Club de París las empresas estatales deudoras eran las encargadas primarias de proveer los recursos en moneda local.

No obstante este criterio general, ante las dificultades presupuestarias de las empresas públicas, el gobierno nacional no aplicó normas estrictas para que estas depositaran en moneda nacional el equivalente de los vencimientos externos.

En relación con las obligaciones con organismos internacionales, que se pagaron con mayor regularidad, el gobierno central ejerció presión sobre las empresas deudoras para que proveyeran el equivalente en moneda nacional para cancelar sus obligaciones. Pero esta presión se ejercía sólo en el momento en que se disponía a efectuar el pago al exterior, y no en el momento del vencimiento de la operación. La situación fiscal, que se fue deteriorando a lo largo del período de la moratoria, hizo que las empresas deudoras dieran mínima prioridad al pago de los servicios de la deuda externa y, consecuentemente, se resistieran a cualquier requerimiento de depositar en moneda nacional la contrapartida de sus obligaciones externas.

Un sano manejo fiscal hubiera requerido además la separación de los recursos para pagar los servicios de la deuda externa no financiados con recursos externos. Pero, por otro lado, se podría decir que los servicios de la deuda externa no pagados constituyen un financiamiento externo "de hecho". En consecuencia, no sería necesario separar recursos en australes para pagar esa deuda externa. Esto es lo que ocurrió, ya que la situación fiscal hacía imposible pretender que las empresas constituyeran depósitos para eventuales pagos futuros de sus obligaciones externas.

Respecto a las obligaciones del sector privado, en el período de la moratoria no se establecieron limitaciones de pagos al exterior hasta febrero de 1989. Después de esa fecha se fijaron plazos mínimos para el pago de importaciones. De todos modos, aun en ese período, el gobierno no aceptó depósitos en moneda local para no reeditar un seguro de cambio que históricamente ha tenido consecuencias negativas sobre la economía argentina.

# LA MORATORIA BOLIVIANA Y EL AJUSTE ECONOMICO EXITOSO

*Juan Cariaga*

## Introducción

En la década de los años ochenta, al ingresar por el peligroso camino de la hiperinflación, Bolivia fue uno de los primeros países latinoamericanos que anunció oficialmente la moratoria de su deuda externa. Afortunadamente, también fue uno de los pocos países que, bajo esas circunstancias, logró llevar a cabo un exitoso programa de estabilización y de ajuste estructural. Fue con la implantación de este programa que Bolivia pudo iniciar, con una posición de fuerza, las negociaciones para la reestructuración de su deuda bilateral y la recompra de su deuda con la banca privada internacional. De esta manera, pasó de un ciclo de restricciones de pago no exitosa, en la que se le cerraron todos los accesos al crédito internacional, hacia otro que puede llamarse exitoso, en el que a pesar de mantenerse los atrasos con la banca privada internacional, se reabrieron los canales de crédito de los organismos financieros internacionales.

Cuando el Ministro de Relaciones Exteriores del Presidente Siles Zuazo anunció la moratoria unilateral el 31 de mayo de 1984, afirmó que a partir de esa fecha el país ingresaría en "una postergación temporal del servicio de amortizaciones e intereses a la banca privada internacional" (*Presencia*, 1984). Esta declaración, nacía de un acuerdo entre el Gobierno y la Central Obrera Boliviana (COB),<sup>1/</sup> y suponía además que se destinaría solamente el 25% del valor de las exportaciones de Bolivia al servicio de la deuda externa (*El Mundo*, 1984). Con este anuncio, el ministro de Bolivia auguró lo que sería el camino seguido por muchos países latinoamericanos en el tratamiento de su deuda externa durante el decenio de los años ochenta.

En agosto de 1985, el Gobierno del Presidente Paz Estenssoro puso en ejecución un programa de estabilización y ajuste estructural conocido como la Nueva Política Económica (NPE). Este programa fue diseñado para atacar el problema de hiperinflación, que en septiembre de 1985 había alcanzado la as-

trónomica cifra del 24.000% de incremento anual. En julio de 1986 firmó su primer acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Días más tarde, presentó la primera propuesta de reestructuración de su deuda bilateral de Bolivia en el Club de París. Por último, en julio de 1987, después de 18 meses de negociación con la banca privada internacional, acordó con su Comité Coordinador una enmienda al Plan de Refinanciación de 1981. Esta enmienda le permitía recomprar su deuda comercial a un precio muy similar al de los mercados secundarios. Así, irónicamente, el gobierno del Presidente Paz Estenssoro, luego de estabilizar la economía y recuperar la credibilidad internacional, logró los resultados que su antecesor habría deseado. Para ese entonces, sin embargo, el acceso al crédito multilateral y bilateral se había restablecido, y el permanente proceso de negociación con la banca privada internacional le había permitido mantener vigentes los acuerdos de ajuste con el FMI.<sup>2/</sup> Puesto en términos más sencillos, esta vez Bolivia cumplió su cometido "con una sonrisa", en vez de hacerlo "con una amenaza".

En forma resumida, en este capítulo, se describen las acciones que fueron llevadas a cabo por Bolivia entre los años de 1982 a 1985, que culminaron con su declaratoria unilateral de moratoria. Se describen también las acciones que, a partir de ese año, le permitieron recuperar el crédito de los organismos internacionales de financiamiento. En la sección I se presenta la legislación y las acciones que pusieron en práctica la moratoria del período 1981-85. En la sección II se describe la política adoptada por el gobierno de entonces para establecer las prioridades entre acreedores; se reseñan brevemente las acciones destinadas a proteger las reservas internacionales del país y se examinan algunas consecuencias de la cancelación de las líneas de crédito bancarias durante ese período. Por último, se esboza de una manera general lo que fue la fuga de capitales, la política de servicio de deuda externa y otras decisiones internas y externas ejecutadas por el gobierno de entonces, para enmarcar esta política en el contexto macroeconómico general. En la sección III se presenta brevemente lo logrado por el gobierno del Presidente Paz Estenssoro a partir de 1985, particularmente en lo que respecta a los esfuerzos por recuperar la credibilidad externa y lograr la apertura del crédito internacional. En la sección IV se describen las medidas que acompañaron las restricciones de pago en el período 1985-89. Finalmente, en la sección V, se hace un balance de las lecciones aprendidas en este ciclo de moratoria anunciada y recuperación de la credibilidad.

## **I. Restricciones de pago 1982-85: aislamiento crediticio**

### **1. Entorno político**

Luego de más de catorce años de gobiernos militares, con algunas breves interrupciones de gobiernos civiles no elegidos por voto popular, el Dr. Hernán Siles Zuazo ocupó la primera magistratura de Bolivia como el primer presidente elegido democráticamente desde las elecciones de 1968. Heredó de

las últimas administraciones una economía en crisis, que requería de importantes ajustes y sobre todo de una integral y completa reforma estructural. La producción había empezado a decaer a partir de 1981; la inflación, a registrar un ritmo ascendente, acercándose peligrosamente a los límites de la alta inflación; y la moneda nacional, a depreciarse significativamente respecto a la de sus principales socios de comercio exterior. Guardián celoso de la democracia, el Dr. Siles intentó siete veces efectuar ajustes económicos que no lograron los resultados esperados. Esto fue así debido a que durante su gobierno no se hizo un esfuerzo por coordinar estos ajustes con una seria y comprensiva reforma estructural. Es más, cada intento de ajuste estuvo siempre acompañado de un importante incremento salarial, el cual, al no satisfacer las aspiraciones de la entonces poderosa Central Obrera Boliviana (COB), era seguido de una huelga general y el subsecuente reajuste, que anulaba los efectos de las medidas recientemente dictadas. En este clima de desorden económico, el déficit fiscal se incrementó desproporcionalmente hasta convertirse en la causa más importante de la hiperinflación. En estas circunstancias y ante la aguda escasez de reservas internacionales, el gobierno anunció oficialmente la moratoria. Sin embargo, en la práctica, esta moratoria se había puesto en efecto a partir de 1982, con todas las acciones y las decisiones de política económica instauradas por el Gobierno del Dr. Siles Zuazo.<sup>3/</sup>

## **2. Factores que originaron la moratoria de Bolivia**

El anuncio de moratoria del gobierno Bolivia estuvo precedido de tres importantes eventos: a) el control en la venta de divisas por parte del Banco Central de Bolivia; b) la dictación de los decretos supremos 19.249 del 2 de noviembre de 1982 y 19.250 del 4 de noviembre del mismo año, y c) el incumplimiento del Plan de Refinanciamiento de 1981 con la banca privada internacional. Estas acciones y decisiones de política económica fueron los factores más importantes que dieron origen a la moratoria unilateral por parte de Bolivia en los años de 1980.

### **a) Control de divisas por parte del Banco Central de Bolivia**

Como emergencia de la dramática situación de reservas internacionales de fines de julio de 1981, el gobierno militar de ese entonces decidió suspender temporalmente la venta libre de divisas. El propósito de esta medida fue el de reducir o postergar la demanda de moneda extranjera, hasta tanto el Banco Central de Bolivia lograra resarcirse de estos recursos en el corto plazo. Como era de esperarse, este propósito jamás se cumplió. Apenas implantada esta medida, apareció en Bolivia un mercado paralelo de divisas con una brecha cambiaria significativamente mayor a la del cambio oficial. Fue en este mercado donde progresivamente se hicieron la mayor parte de las transacciones de divisas y donde en agosto de 1985 la cotización del dólar de los Estados Unidos llegó a ser 15 veces mayor que la del mercado oficial.

b) El Decreto Supremo 19.249: la desdolarización

Con fecha 2 de noviembre de 1982 el gobierno democrático del Presidente Siles Zuazo dictó el Decreto Supremo (DS) 19.249, conocido como “el decreto de la desdolarización” (ver artículos pertinentes presentados en el cuadro 1). Fue mediante este decreto que se obligó a todos los depositantes del sistema financiero nacional a recibir moneda boliviana a cambio de sus depósitos en moneda extranjera. El tipo de cambio al que se efectuaron estas transacciones fue de 145,40 pesos bolivianos por dólar de los Estados Unidos, en circunstancias que el tipo de cambio del mercado paralelo se cotizaba a alrededor de 250 pesos bolivianos por dólar. Esta disposición, que en la práctica significaba una confiscación parcial de los depósitos, establecía además que todas las deudas en moneda extranjera entre bolivianos, residentes o instituciones en el país debían pagarse al tipo de cambio oficial vigente al momento del pago. Contrariamente a lo sucedido en otros países donde se tomaron medidas similares, en Bolivia esta disposición no establecía la forma en la que el Banco Central proveería de divisas a las instituciones del sistema bancario, que recibieron moneda nacional en los pagos de sus deudores y que debían devolver divisas a sus acreedores en el extranjero. Esta circunstancia originó una moratoria *de-facto* por parte de la banca con sus corresponsales en el exterior.

En diciembre de 1982, el Banco Central de Bolivia y el Ministerio de Finanzas negociaron un acuerdo con la banca boliviana, que se materializó con la aprobación de la Resolución 387/82 del Banco Central de Bolivia (ver artículos pertinentes en el cuadro 1). Esta disposición –que intentaba corregir en parte las anormalidades del DS 19.242- obligaba al Banco Central a otorgar divisas a la banca boliviana para el pago de su deuda externa. Se establecía como condición para el otorgamiento de estas divisas que la banca renegociara sus acreencias con la banca internacional, para luego depositar en el Banco Central todos los pagos recibidos de sus deudores en moneda nacional (al tipo de cambio oficial). Una vez efectuados estos depósitos, el Banco Central se comprometía a otorgar divisas para el pago de sus acreedores en el extranjero. Al agudizarse el problema de escasez de reservas entre los años 1983 y 1985, éstas y otras disposiciones que ampliaban el plazo para los depósitos de los bancos jamás se cumplieron. En consecuencia, el Banco Central de Bolivia se convirtió en codeudor de la deuda de la banca privada y principal responsable de la moratoria *de-facto*.

c) El Decreto Supremo 19.250 del 4 de noviembre de 1982

Con fecha 4 de noviembre de 1982, el Gobierno del Presidente Siles Zuazo dictó el DS 19.250 (ver artículos pertinentes en el cuadro 1). Con la dictación de este decreto, el Banco Central de Bolivia se convirtió en el único ente jurídico autorizado a comprar, vender, contratar y efectuar transacciones en divisas. Asimismo, este decreto prohibía a los residentes nacionales o extranjeros efectuar contratos en moneda extranjera, incluyendo a aquellos indizados al dólar u otra moneda extranjera. Estos últimos se conocían como contratos con mantenimiento de valor.

El mencionado decreto establecía también que el Banco Central de Bolivia sería el único ente jurídico autorizado para efectuar operaciones de comercio exterior. La libre compra y venta de divisas — en la práctica tolerada durante todo este proceso — estaba prohibida por disposiciones de orden legal. A pesar de su carácter autoritario, esta disposición legal no hacía otra cosa que convalidar aquellas de orden interno, que habían sido adoptadas para poner en práctica el control de cambios.

d) Incumplimiento del plan de reprogramación de la deuda con la banca privada internacional

A partir de septiembre de 1982, Bolivia incumplió el plan de reprogramación que había firmado con el consorcio de bancos privados el 29 de abril de 1981.<sup>4/</sup> Para subsanar esta situación, a fines de 1982, Bolivia formalizó un acuerdo con el consorcio de bancos conocido como el “Plan de Normalización”. En esta enmienda se convino hacer pagos globales tendientes a regularizar la mora en el servicio de la deuda bancaria, hasta tanto pudiera discutirse un nuevo acuerdo de reprogramación de la deuda boliviana. En septiembre de 1983, el Banco Central se vio imposibilitado de cumplir con el pago de la última cuota de 30 millones de dólares, según se había pactado en la enmienda. Con este incumplimiento, se dio por concluido este acuerdo transitorio entre Bolivia y el consorcio de bancos internacionales.

Con el propósito de evitar un incumplimiento de tipo formal, el gobierno convino un nuevo acuerdo denominado “Plan Interno de Pagos”, mediante el cual se estableció un cronograma de pagos globales para 1984. Bajo este nuevo acuerdo Bolivia se comprometió a formalizar un programa “*stand-by*” con el FMI y luego negociar un acuerdo de reprogramación con la banca privada internacional (Delgadillo, 1990). Sin embargo, en mayo de 1984, Bolivia anunció oficialmente el incumplimiento de los pagos mediante un cablegrama al Bank of America, que en ese entonces presidía el consorcio de bancos, con el texto siguiente:

“Por limitaciones financieras que enfrenta el país, Bolivia no se encuentra en condiciones de efectuar ningún pago parcial al consorcio de bancos (privados), planteando por lo tanto la postergación en el pago de amortizaciones e intereses, en tanto se llegue a una reestructuración satisfactoria de su deuda externa pública”. (Presencia, 1982).

Con esta comunicación, la puesta en práctica del control en la venta de divisas, la dictación de los decretos 19.249 y 19.250 y el anuncio de junio de 1984, el Gobierno de Bolivia ingresó oficialmente en la moratoria unilateral. Esta moratoria se mantuvo inclusive durante el gobierno del Presidente Paz Estenssoro, a pesar de haber firmado un programa “*stand-by*” con el FMI y negociado un plan de reestructuración de la deuda bilateral con el Club de París.

## II. Medidas que acompañaron las restricciones de pago 1982-85

A continuación se describen las medidas que acompañaron las restricciones de pago durante el período 1982-85. En este período se provocó una importante fuga de divisas al extranjero y se cerraron prácticamente todos los accesos al crédito internacional. Estas circunstancias contribuyeron notablemente a volatilar los depósitos del sistema bancario y a acelerar el proceso inflacionario por el que atravesó Bolivia.

### 1. Políticas para el tratamiento de los acreedores

#### a) Deudas incorporadas en la moratoria

Durante las restricciones de pago de 1982-85, las autoridades bolivianas nunca especificaron qué deudas se incorporarían a la restricción de pagos. A mediados de 1984 y para establecer una política explícita, se acordó con la COB que sólo se destinaría el 25% de las exportaciones para el pago de la deuda externa. Sin embargo, no se especificó qué deudas se pagarían con ese 25%, o cuales se incorporarían a la moratoria. Como se puede ver en el cuadro 2, este 25% no fue distribuido proporcionalmente entre los acreedores. Fueron fundamentalmente los acreedores privados quienes estuvieron sujetos a la moratoria y no así los organismos multilaterales y bilaterales, con los cuales se cumplió con el servicio de su deuda externa.

#### b) Prioridades en la moratoria

Durante las restricciones de pago del período 1982-85, las autoridades bolivianas tampoco establecieron prioridades para la moratoria. Mediante un decreto supremo, el gobierno creó una comisión de política cambiaria cuya función consistía en priorizar las divisas que recibía del Estado. En la práctica, esta comisión se limitó a asignar las divisas discrecionalmente, en función a las presiones internas e internacionales. Así, en el caso de la deuda externa se dio prioridad al servicio de los organismos multilaterales y algunos bilaterales con el propósito de mantener el programa de desembolsos vigente. Los acreedores privados, particularmente la banca privada internacional, fueron los mayormente afectados por esta situación. Así, los pagos a las entidades multilaterales se incrementaron de 47 millones de dólares en 1982, a 117 millones de dólares en 1985; los pagos a los organismos bilaterales se incrementaron de 90 millones de dólares en 1982, a 116 millones de dólares en 1985; mientras que los pagos a los acreedores privados disminuyeron de 148 millones de dólares en 1982, a 15 millones en 1985 (cuadro 2). A pesar de que no existen estadísticas para comparar el servicio de la deuda externa de Bolivia con los pagos inicialmente contratados, se puede decir lo siguiente:

- i. En el caso de los organismos multilaterales, el servicio de la deuda se mantuvo básicamente al día, aunque gran parte de los pagos no se efectuó en fecha oportuna.

- ii. En el caso de los organismos bilaterales, el servicio de la deuda acumuló una mora de aproximadamente 127 millones de dólares, que fue reprogramada en un acuerdo con el Club de París, en julio de 1986.
- iii. En el caso de la banca privada internacional, con excepción de los pagos a cuenta de intereses que se hicieron durante el Plan de Normalización y el Plan Interno de Pagos, el servicio de la deuda fue prácticamente incumplido hasta la fecha del acuerdo de recompra parcial en 1987. En 1990, Bolivia aún no cumplía con el servicio de la parte no comprada de su deuda comercial.

c) Eficacia de la moratoria

Durante las restricciones de pago de 1982-85, el cometido de la moratoria se cumplió sólo en parte. En 1982, se pagaron 107 millones de dólares por concepto de amortizaciones de capital y 177 millones por concepto de intereses. En 1985, los pagos llegaron a 159 millones de dólares por concepto de amortizaciones y a 89 millones por concepto de intereses. Estas cifras se explican por sí mismas. A pesar de los anuncios oficiales de las autoridades bolivianas, la moratoria no cumplió el objetivo para el que había sido concebida. Durante los años 1983 y 1984 no sólo se gastó más del 25% de las exportaciones en el pago de la deuda, sino que también el servicio de la misma en su conjunto excedió los niveles de 1982. En efecto, el servicio de la deuda entre los años 1983 y 1985 fluctuó entre el 36 y 44% del valor fob de las exportaciones (330 millones de dólares en 1983, 343 millones en 1984 y 248 millones en 1985 de servicio de deuda externa). Aunque es muy difícil determinar por qué se produjo esto, no cabe duda que el ambiente de desorden que primó durante el período de la hiperinflación y, en última instancia, las presiones internas y externas determinaron las prioridades en la asignación de divisas.

Los resultados que muestran los cuadros 2 y 3 señalan claramente que las restricciones de pago de 1982 a 1985 no fueron muy eficaces para reducir los pagos de la deuda externa o limitarlos a un porcentaje de las exportaciones. Más aún, esta situación contribuyó definitivamente a frenar el ritmo de aprobaciones y desembolsos de crédito de los organismos internacionales. Donde sí fue eficaz la moratoria, fue en el pago a los acreedores privados. Sin embargo, el precio pagado por esta moratoria fue muy grande, pues significó la suspensión de todas las líneas de crédito por parte de la banca privada internacional, aun las de corto plazo para el comercio exterior.

**2. Políticas destinadas a proteger las reservas internacionales**

Durante la restricción de pagos del período 1982-85, el Banco Central sólo tomó previsiones de carácter interno con el fin de proteger las reservas internacionales de un eventual embargo por parte de los acreedores. Así, durante este período no se contrataron consejeros legales, consultores privados u otro tipo de asesores con el propósito de evitar dicho embargo. En repetidas oportunidades las autoridades del Banco Central argumentaron internamente que la posibilidad de represalia por parte de los acreedores era muy baja, por cuanto la deuda boliviana era muy pequeña y demasiado repartida entre los

128 bancos acreedores.<sup>5/</sup> Por otra parte, parecían estar conscientes de las inmensas dificultades legales que significaba tramitar y efectuar embargos, particularmente en los Estados Unidos (CEPAL, 1990). Presumiblemente, estas circunstancias no justificaban una costosa confrontación legal por parte de los bancos, que tendría graves consecuencias para el resto de los deudores. Sin embargo, también se puede argumentar lo contrario. Las sanciones a la moratoria boliviana, dado el tamaño de la deuda, pudieron haber servido de acción ejemplarizadora para el resto de los deudores, ya que en ese momento se advertía que otros países podrían seguir el mismo derrotero. Sin embargo, por razones que se desconocen, la banca internacional no intentó ninguna acción para sancionar la moratoria de Bolivia.

Al comentar esta situación, un abogado especialista en deuda externa que asesoró a un país latinoamericano al más alto nivel, explicaba que la banca internacional se retractó de este tipo de acciones debido a que los contratos firmados con algunos países — por no decir la mayor parte de ellos — estaban plagados de errores y anomalías de orden legal. La ejecución de los mismos hubiera puesto en riesgo el prestigio de estos bancos frente al Banco de Reserva Federal y a sus propios accionistas. Por otra parte, un conocido banquero y autor, al comentar esta situación, explicaba que los contratos de préstamo firmados entre la banca internacional y los países “no fueron hechos para ser ejecutados”.<sup>6/</sup>

### 3. Moratoria y líneas de crédito

Como era de esperarse, las restricciones de pago de 1982 afectaron todas las líneas de crédito que hasta ese entonces recibía Bolivia. A los pocos meses de dictado el DS 19.249, la banca privada internacional suspendió drásticamente todas las líneas de crédito, tanto para el sector público como para el sector privado. Esta decisión no sólo afectó el crédito a mediano plazo que recibían las empresas públicas y la banca nacional, sino también el crédito a corto plazo y, en particular, el crédito que financiaba el comercio exterior. A partir de esa fecha, la banca nacional se vio imposibilitada de abrir cartas de crédito para la importación, sin el prepagado de las importaciones en su totalidad.

#### a) Líneas de crédito para el sector público y privado

En 1982, el Banco Central de Bolivia tenía obligaciones a corto plazo con la banca privada internacional y otros organismos por un monto de 447 millones de dólares; el Banco del Estado, por 61 millones de dólares (incluyendo obligaciones a mediano y largo plazo); la Corporación Minera de Bolivia (COMIBOL), una línea de crédito de sus proveedores por aproximadamente 100 millones de dólares y Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), créditos directos por aproximadamente 125 millones de dólares. (cuadro 4)<sup>7/</sup> Estos créditos internacionales se redujeron drásticamente entre 1983 y 1987, reflejando la reacción de la banca a la moratoria anunciada por Bolivia.

Por su parte, en 1982 la banca privada boliviana tenía obligaciones a corto, mediano y largo plazo con la banca privada internacional por 116 millones de dólares. De este monto, las obligaciones a mediano y largo plazo suma-

ban 31 millones de dólares. Como emergencia de las políticas implantadas por el DS 19.249, todas estas líneas de crédito, incluidas las de comercio exterior, quedaron suspendidas por decisión de la banca privada internacional. La mayor parte de estas obligaciones se mantuvo en el pasivo de los bancos (cuadro 3), hasta que el DS 21.660 permitió el canje con bonos emitidos por el Banco Central.

b) Mecanismos utilizados para evitar el corte de las líneas de crédito

La drástica decisión de suspender todas las líneas de crédito sorprendió a los banqueros nacionales y a las propias autoridades que no habían medido las graves consecuencias del DS 19.249. Por esta razón, las autoridades bolivianas no alcanzaron a emprender acciones destinadas a evitar o minimizar las graves consecuencias que significaba la suspensión de créditos. Irónicamente, a fines de los años setenta y en vísperas de una seria crisis financiera,<sup>8/</sup> fueron las propias autoridades bolivianas las que tomaron acciones destinadas a reducir la exposición (*exposure*) al crédito de la banca nacional con sus acreedores en el extranjero. Las determinaciones del DS 19.249, dictado años más tarde, se encargaron de suspender totalmente el crédito bancario en favor de Bolivia, en circunstancias poco claras sobre el propósito que perseguía el mencionado decreto.<sup>9/</sup>

#### 4. Fuga de capitales

Como era de esperarse, los decretos 19.249 y 19.250, así como el acelerado proceso de hiperinflación, contribuyeron a acentuar la fuga de capitales en el período 1982-85. Este proceso de exportación de recursos en moneda extranjera no sólo se tradujo en el envío de divisas a bancos en el extranjero, sino también en la retención de moneda extranjera por gran parte de la población dentro del territorio nacional. Este último aspecto reflejaba la natural actitud de defensa de la ciudadanía frente al fenómeno inflacionario. Aunque es muy difícil determinar los montos de capital que salieron del país por estas razones, existe un factor que nos permite tener una idea general de su dimensión, la llamada "volatilización de los depósitos del sistema bancario". En efecto, los depósitos (expresados en dólares al tipo de cambio oficial y paralelo) se redujeron de aproximadamente 727 millones de dólares en 1981 a alrededor de 60 millones de dólares en 1985.

Esta reducción es quizá un índice demostrativo del monto de recursos que salió del país, ya sea en forma de transferencias a cuentas bancarias en el extranjero o de tenencias en moneda extranjera en poder de los residentes. Contrariamente a lo sucedido durante este período, una vez lograda la estabilidad en la economía, los depósitos del sistema bancario se incrementaron de manera significativa. A fines de los años ochenta — después de consolidarse el programa de estabilización del gobierno del Dr. Paz Estenssoro — estos depósitos habrían logrado recuperar el nivel de los primeros años del decenio de 1980 (cuadro 5).

A pesar de la prohibición de compra y venta de divisas ordenada por el DS 19.250 durante la restricción de pagos de 1982-85, el proceso hiperinflacionario y la dinámica de las leyes del mercado impidieron hacer efectivas todas las medidas de precaución destinadas a evitar la fuga de divisas. Este comportamiento fue parecido al de otros países, donde se implantaron similares restricciones que no se cumplieron por razones análogas a las del caso boliviano.

##### **5. Políticas de servicio de la deuda externa**

A diferencia de lo sucedido en otros países, donde el Estado de manera explícita asumió la deuda privada como parte de las restricciones de pago, durante el período 1982-85 el Estado asumió *de facto* la deuda privada con la implementación de los DS 19.249 y 19.250. Por esta razón, durante esta moratoria, el gobierno se sintió inhibido de obligar a los deudores privados a pagar sus compromisos con el exterior. Más aún, la aprobación de estos decretos produjo profundos desarreglos legales entre deudores y acreedores bolivianos, los que congestionaron las cortes en busca de justicia. Está demás decir que esta legislación, con todas las características de inconstitucionalidad, pretendían legislar retroactivamente sobre contratos ya celebrados entre personas jurídicas y naturales.

Por otra parte, la dinámica de la inflación y el significativo atraso cambiario con el que se manejaba la economía en este período, agudizó aún más la responsabilidad del Estado en esta situación. En efecto, éste tuvo que asumir *de facto* el riesgo cambiario de los depósitos que se hicieron en el Banco Central al tipo de cambio oficial entre los años 1983 y 1985. De igual manera, tuvo que asumir el riesgo de cambio de los acreditivos de comercio exterior y avales que se depositaron en el sistema financiero boliviano en moneda local, al tipo de cambio oficial en el momento de pago. Afortunadamente para Bolivia, la mayor parte de esta deuda fue retirada en las negociaciones de recompra y cambio de deuda por bonos que permitía el DS 21.660 del 20 de julio de 1987.

En lo que respecta a los organismos multilaterales, Bolivia mantuvo relaciones de pago activas durante las restricciones de pago del período 1982-85. Sin embargo, puesto que el país no había logrado un acuerdo con el FMI, las aprobaciones de nuevas solicitudes de crédito fueron significativamente más reducidas.

En el caso del Banco Mundial, esta institución no concedió créditos en el período 1980-86, mientras que si lo hicieron el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF), aunque a niveles muy inferiores a los otorgados en los años anteriores (cuadro 6). Posiblemente, el Banco Mundial tomó esta actitud no sólo por las razones anotadas más arriba, sino también por la precaria situación económica en que se encontraba Bolivia, que además anticipaba una moratoria. En el caso del BID y de la CAF, fueron los factores de continuidad y operaciones que se justificaban por sus propios méritos (mayormente cooperación técnica), los que prevalecieron en sus relaciones crediticias con Bolivia. En consecuencia, los flu-

jos netos de recursos durante este período fueron también significativamente inferiores a los del período de la estabilización. Como se puede ver en el cuadro 7, el flujo negativo de recursos hacia Bolivia se revierte de menos 139 millones de dólares en 1985 a 20 millones de dólares en 1986; para luego incrementarse a más de 100 millones de dólares en 1989.

En lo que respecta a los organismos bilaterales, la política que primó fue la de mantener los desembolsos vigentes con los principales acreedores gubernamentales. Aunque no existen estadísticas para demostrarlo, lo que sucedió en la práctica es que Bolivia mantuvo al día sus obligaciones sólo con aquellos países que de alguna manera continuaban prestándole asistencia financiera. En el caso de los acreedores latinoamericanos, el servicio de la deuda se mantuvo esencialmente vigente, en razón a que los pagos de amortización e intereses se efectuaban a través del Convenio de Compensaciones entre bancos centrales de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). La mora acumulada con los acreedores bilaterales fue posteriormente reestructurada en la reunión del Club de París, organizada en julio de 1986. (cuadro 8).

En relación con los desembolsos, a excepción del BID, el resto de los organismos multilaterales y bilaterales mostró una notoria disminución en el ritmo de los desembolsos (cuadro 8). La explicación de esta disminución se encuentra en la falta de aprobación de nuevos créditos, no sólo por las razones ya anotadas, sino también por otras que guardan relación con la crisis hiperinflacionaria que afectó a Bolivia.

#### **6. Protección legal y cooperación con otros países**

Durante todo este período, Bolivia no contrató consultores para asesorar al Banco Central en aspectos relacionados con la moratoria. Tampoco se solicitó la cooperación técnica de organismos multilaterales ni se contrató el servicio de bancos de inversión. Es importante recordar que Bolivia había manifestado públicamente la voluntad política de no iniciar (de momento) las negociaciones para la reestructuración de la deuda con la banca privada internacional. Excepcionalmente, durante la década de 1980, se contrató a la firma Salomon Brothers para el asesoramiento del programa de refinanciamiento de la deuda con la banca privada.

Razones políticas impulsaron al gobierno a buscar públicamente el apoyo de otras naciones que confrontaban problemas similares de deuda externa. Durante los años 1983 y 1984, en los sectores políticos (tanto dentro como fuera del país), se escuchaba con insistencia la propuesta para la formación de un cartel de deudores. Sin embargo, fuera de algunas expresiones públicas aisladas por parte de algunos políticos latinoamericanos, esta propuesta jamás prosperó. Por esta razón, Bolivia permaneció aislada en la fase inicial de su moratoria, mientras que en la mayor parte de los países de la región mantuvo sus obligaciones corrientes con la mayoría de sus acreedores. Esta situación cambió a partir de 1987, cuando la mayor parte de los países de la región ingresaron a una situación de moratoria total o parcial (CEPAL, 1988).

### III. Restricciones de pago 1985-89: recuperación de la credibilidad interna y externa

Con la implantación del programa de estabilización del Presidente Paz Estenssoro, Bolivia inició un nuevo ciclo donde las restricciones de pago estuvieron acompañadas de la apertura del crédito internacional. Efectivamente, antes de cumplirse el primer año del programa de estabilización, el gobierno logró un acuerdo "stand-by" con el FMI, que lo habilitó para presentar un programa de reestructuración de la deuda bilateral con los países miembros del Club de París y negociar un acuerdo de recompra con la banca privada internacional. De esta manera, Bolivia logró significativos avances en el campo internacional, a pesar de haberse mantenido la moratoria con la banca privada extranjera.

En efecto, el acuerdo negociado con el FMI pudo concretarse sin cumplir el requisito de un arreglo previo con la banca privada internacional. Más importante aún, Bolivia pudo utilizar los atrasos con la banca internacional para financiar su programa económico y equilibrar su situación de balanza de pagos. Varios fueron los intentos de negociación que en el pasado no se gestaron debido a que el FMI siempre exigía un acuerdo previo o paralelo con la banca internacional. Por su parte, la banca exigía la inmediata regularización de los intereses antes de iniciar cualquier negociación. El éxito logrado por las autoridades bolivianas — al no cumplir este paso intermedio — se atribuye al hecho de que en esta negociación pudo convencerse al FMI de que la brecha de la balanza de pagos podía cerrarse con los recursos de los organismos internacionales (particularmente el BID y el Banco Mundial), que habían reiniciado operaciones con Bolivia en 1986. Por lo tanto, el país no requería de capital fresco, cuyas condiciones financieras no podía cumplir. Ante estos argumentos, el FMI dejó la puerta abierta para negociaciones ulteriores con la banca privada, no sin antes establecer un plazo para un acuerdo definitivo.

A partir de 1986, se lograron los siguientes acuerdos con el FMI, muchos de los cuales no se llegaron a desembolsar en su totalidad:<sup>10/</sup>

Acuerdo *stand-by* de junio de 1986 por DEG 50 millones;

Facilidad Compensatoria de diciembre de 1986 por DEG 64 millones;

Facilidad de Ajuste Estructural de diciembre de 1986 por DEG 58 millones;

Facilidad Ampliada de Ajuste Estructural de abril de 1988 por DEG 136 millones

#### 1. Negociaciones de la deuda bilateral

En julio de 1986, una vez ratificado el primer acuerdo con el FMI, el gobierno acudió al Club de París para presentar su primera propuesta de reestructuración de la deuda bilateral. Esta negociación fue decisiva, no sólo porque Bolivia logró un significativo alivio en la balanza de pagos, sino también porque se logró la reapertura del crédito bilateral (ver condiciones en el cuadro

9). Inmediatamente concluidas estas negociaciones, Bolivia quedó habilitada para presentar su programa de inversiones en el Grupo Consultivo organizado por el Banco Mundial. Este grupo consultivo, que se reunió en noviembre de 1987, obtuvo para Bolivia un importante compromiso por parte de los donantes multilaterales y bilaterales, que totalizó el monto de 1,3 millones de dólares para el período 1987-89.

En julio de 1988, Bolivia presentó una segunda propuesta de reestructuración de su deuda bilateral al Club de París. En esta ocasión se logró un acuerdo por el cual mejoraron aún más las condiciones otorgadas en 1986. Por último, en marzo de 1990 durante el gobierno del Presidente Paz Zamora, Bolivia presentó su tercera propuesta de reestructuración, para lograr esta vez un acuerdo en base al tratamiento "Términos de Toronto".<sup>11/</sup> Esta fue la primera vez que un país no perteneciente a la zona del Africa del Sur obtuvo condiciones de reestructuración en términos blandos (ver las condiciones, así como las opciones escogidas por los países acreedores, en el cuadro 9).

Durante la actual administración del Presidente Jaime Paz Zamora, Bolivia también renegoció su deuda bilateral con Argentina y Brasil. La primera, mediante compensaciones de deuda y la segunda, a través de la compra de papel brasileño y repago en moneda nacional (Delgadillo, 1990). En el primer caso, obligaciones equivalentes a 739 millones de dólares adeudados por Bolivia se intercambiaron por 314 millones de dólares que debía la Argentina. En el caso de Brasil, se llegó a un acuerdo por el cual Bolivia pagaría su deuda de 289 millones de dólares bajo las siguientes opciones:

- i) Cancelación del 50% de los vencimientos mediante la entrega de papel brasileño, canjeado por deuda bilateral de Bolivia a Brasil.
- ii) Apertura de un fondo en moneda nacional correspondiente al 50% de los vencimientos, con pagos en cuotas semestrales a partir del 30 de junio de 1990. Este fondo estaría destinado a financiar exportaciones bolivianas al Brasil; aportes locales para créditos del BID, Banco Mundial u otros organismos internacionales, destinados a proyectos de inversión calificados como prioritarios para Bolivia; programas de cooperación y asistencia técnica del Brasil a Bolivia, e inversiones o proyectos boliviano-brasileños en el campo del turismo.

## **2. Negociaciones con la banca privada internacional**

Si bien las negociaciones con el FMI no requerían un acuerdo inmediato con la banca privada internacional, sí exigían un plazo prudencial para que el gobierno negociara su deuda con estas instituciones. El logro de este plazo fue de singular importancia, pues gracias al mismo el gobierno de Bolivia logró negociar la recompra de su deuda externa.

Luego de 18 meses de negociación, la banca privada internacional aceptó enmendar el Plan de Refinanciación de 1981. Esta enmienda permitía la recompra de la deuda a un precio que eventualmente ofertaría el gobierno. Para evitar el precedente que esta enmienda pudiera tener sobre las negociaciones con otros países que también habían planteado restricciones en el servicio de su deuda, se establecieron las siguientes condiciones:

- i) Se enmendó el Plan de Refinanciación de 1981 sólo por un plazo de 90 días, durante el cual el gobierno efectuaría una oferta de recompra. En dicho plazo, los bancos ofrecerían para su venta la totalidad o parte de su deuda. El saldo no vendido estaría sujeto a una nueva reestructuración.
- ii) Los recursos que se utilizarían en este programa de recompra provenían únicamente de donaciones de terceras partes.
- iii) El FMI establecería un Fondo Fiduciario, a fin de garantizar el origen de los recursos y la disponibilidad de los mismos.
- iv) En caso de no contar con recursos suficientes, la recompra se haría a todos los bancos en términos proporcionales.

Una vez cumplidas las condiciones anteriores, el gobierno compró la suma de 470 millones de dólares de su deuda al precio de 11 centavos por cada dólar de valor nominal.<sup>12/</sup> Esta recompra, que representaba el 75% de la deuda de Bolivia con la banca privada internacional (excluyendo atrasos acumulados en el pago de intereses), se obtuvo en dos tramos. El primer tramo, como un canje por bonos de inversión que totalizaban 201 millones de dólares y el segundo, como recompra de deuda en efectivo por un monto de 269 millones de dólares.

Paralelamente, el 20 de junio de 1987, el gobierno dictó el DS 21.660, para permitir la opción de cambiar deuda boliviana comprada en el mercado secundario por bonos emitidos por el Banco Central. El mencionado decreto permitía además el uso de estos bonos para la inversión en el sector productivo o en la compra de activos del Estado. En tales casos, estos bonos eran redimibles en un 50% adicional de su valor base presente (valor que determinaba el gobierno al momento de hacer la recompra de su deuda a la banca privada internacional). El valor presente de estos bonos sería también capitalizable a una tasa que permita, al cabo de 25 años, la redención de su valor nominal.

#### **IV. Medidas que acompañaron las restricciones de pago 1985-89**

En esta sección reseñaremos las acciones y políticas que acompañaron las restricciones de pago durante el período 1985 a 1989, cuando el gobierno puso en práctica un conjunto de medidas destinadas a estabilizar la economía y llevar adelante un comprensivo plan de reforma estructural.

##### **1. Tratamiento de acreedores y protección a las reservas internacionales**

Cuando el gobierno del Presidente Paz Estenssoro ejecutó su programa económico destinado a estabilizar la economía, éste explícitamente contempló las restricciones del servicio de la deuda como un elemento destinado a equilibrar las finanzas del Estado y la propia balanza de pagos. En efecto, cuando

se ejecutó el DS 21.060, conocido como la Nueva Política Económica (NPE), éste tomaba en cuenta la moratoria temporal tanto con la banca privada internacional como con la mayor parte de los organismos bilaterales. Al momento de dictarse las medidas de estabilización, la economía de Bolivia se encontraba en un estado tan precario que las medidas recientemente dictadas sólo le permitían al Estado el pago de salarios, algunos gastos corrientes y el servicio de la deuda a los organismos multilaterales. Así, el programa fue concebido con la idea de que, eventualmente, se aprobaría una reforma tributaria comprensiva que le permitiría al Estado contar con los recursos necesarios para enfrentar todas sus obligaciones. Lamentablemente, el colapso del mercado del estaño y la caída del precio internacional del petróleo, a fines de 1985, agravaron inesperadamente esta situación. Ante estas circunstancias, y a pesar de haber aprobado una reforma tributaria comprensiva, las autoridades de Bolivia tuvieron que escoger entre pagar a los organismos bilaterales o a la banca privada internacional. El cierre de las líneas de crédito por parte de la banca internacional y la posibilidad de reabrir el de crédito bilateral con las negociaciones del Club de París, mostraron claramente la opción y las prioridades que las autoridades debían tomar.

A diferencia de lo sucedido durante la primera parte de la moratoria de 1982-85, las restricciones del servicio de la deuda de Bolivia durante el programa de estabilización, sí fueron eficaces. En gran parte, esto fue así debido a que estas restricciones fueron un componente importante en el paquete coherente de medidas diseñadas para equilibrar la economía y restaurar la mayor parte de las relaciones económicas externas del país. Por una parte, la moratoria con algunos organismos bilaterales y la banca privada internacional le sirvió a Bolivia para equilibrar sus finanzas y financiar el programa de estabilización. Por otra, a pesar de la moratoria con la banca, el país hizo esfuerzos para restablecer su crédito con los organismos financieros internacionales. El conjunto de estos esfuerzos permitieron establecer las bases para una eventual recompra del 75% de su deuda bancaria (que implícitamente incluía los intereses devengados). Por último, Bolivia pudo también compensar favorablemente su deuda bilateral con Argentina y pagar la deuda con el Brasil, tanto en títulos de la deuda comercial de ese país (comprados en el mercado secundario), como con recursos en moneda local, con los propósitos detallados más arriba.

Al igual que en el caso anterior, durante las restricciones del servicio de la deuda durante el período 1985-89, Bolivia tomó sólo provisiones de orden interno para proteger sus reservas internacionales contra posibles embargos por parte de sus acreedores. Salvo algunos intentos aislados (como el del Capital Bank contra el Banco Nacional de Bolivia y el Banco de Cochabamba), la banca internacional no intentó acción alguna para sancionar la moratoria de Bolivia. Por el contrario, mostró un gran espíritu de cooperación para lograr los resultados de la recompra. La excepción a la regla fue la actitud de uno o dos bancos importantes, que insistían en un programa de conversión de deuda por activos. Lamentablemente, el efecto que resultaba de estas operaciones de conversión era algo que la pequeña dimensión de la economía de Bolivia no estaba en condiciones de tolerar. La opción que ofrecieron las au-

toridades bolivianas fue la de conversión de deuda por bonos de inversión, que sirvió para recomprar parte de la deuda.

Para atender las negociaciones de recompra de la deuda externa con la banca privada internacional, Bolivia contrató los servicios de un importante banco de inversiones. Fue con el asesoramiento técnico de este banco y el decidido apoyo del FMI — que constituyó un fondo fiduciario para este efecto — que Bolivia pudo concluir con éxito las operaciones de recompra del 75% de su deuda externa con la banca privada internacional.

## **2. Líneas de crédito de repatriación de capitales**

Como era de esperarse, ante la dramática situación de insolvencia de Bolivia, la banca privada internacional mantuvo cerradas todas las líneas de crédito hacia Bolivia. De esta manera, el país se vio privado del crédito internacional a mediano y corto plazo y, sobre todo, del crédito que financiaba el comercio exterior. Las condiciones impuestas por la banca fueron extremadamente duras. En efecto, a pesar del exitoso programa de estabilización, Bolivia se vio obligada a pagar al contado todas sus importaciones. A partir de 1982, la banca privada internacional exigía el prepago del 100% para la apertura de cartas de crédito para la importación. Afortunadamente, los varios años de estabilidad y la tenacidad con que se viene ejecutando el programa de estabilización están permitiendo un cambio gradual de esta política. En efecto, poco a poco, los bancos internacionales han mostrado nuevamente interés en el mercado boliviano, permitiendo la apertura de acreditivos con prepagos inferiores al 50%. La libre competencia y la desregulación de la economía boliviana hacían previsible esta situación. Seguramente, no está lejos el día en que el crédito a Bolivia se restablezca en su totalidad. Informaciones recientes ponen de manifiesto el interés de algunos bancos extranjeros en ingresar al mercado boliviano.

En lo que respecta a la repatriación de capitales, es interesante observar que gracias al programa de estabilización se logró recuperar un importante contingente de recursos que ha retornado al sistema bancario de Bolivia. En efecto, en los últimos años de la década de 1980, el sistema bancario boliviano prácticamente logró recuperarse de la pérdida de depósitos que había sufrido durante el proceso de hiperinflación (véase el cuadro 5). Está demás decir que la recuperación de los recursos fue esencial para financiar el programa de estabilización durante su primer año de existencia, particularmente cuando la reapertura del crédito de los organismos multilaterales y bilaterales no se había concretado.

## **3. Políticas de servicio de la deuda externa**

No cabe la menor duda que el programa de ajuste de Bolivia, combinado con las restricciones en el servicio de su deuda del período 1985-89, lograron el objetivo que había buscado, no sólo porque se logró frenar el proceso de hiperinflación, sino también porque se pudo reabrir con éxito el crédito multilateral y bilateral. Pero además de esto, Bolivia también logró reducir significativamente el nivel de su deuda externa, y lo que es más importante, reducir

los montos del servicio de la misma. En efecto, el servicio de la deuda externa, que había alcanzado a 343 millones de dólares en 1984, se redujo a 262 millones en 1989. De este total, la mayor parte corresponde a pagos a los organismos multilaterales, revirtiendo la situación de los primeros años de 1980, donde la mayor parte del servicio de la deuda estaba dirigido a la banca internacional. Esto explica el esfuerzo de Bolivia por conseguir recursos concesionales, tanto en el Banco Mundial como en el BID. Por otra parte, en el caso de los organismos bilaterales, el servicio de la deuda muestra una reducción muy significativa. Así, el servicio de esta deuda se redujo de 180 millones de dólares en 1984 a 26 millones en 1989. Esta situación refleja las negociaciones con el Club de París y la reapertura del crédito en condiciones blandas (particularmente la República Federal de Alemania y Japón). Por último, en el caso de los acreedores privados, la reducción del servicio de la deuda fue mucho más significativa, pues pasó de 73 millones de dólares en 1984 a 7 millones en 1989. Los únicos pagos que se efectuaron a la banca privada durante el período 1985-89 fueron los pagos de algunas empresas del Estado, que reflejan la actitud de éstas por recuperar el crédito internacional.

### **V. Lecciones del caso boliviano**

Como se decía en la introducción, Bolivia pasó de una fase de moratoria que puede calificarse de no exitosa a otra fase que sí puede calificarse como tal. En la primera fase, Bolivia pretendió financiar su crisis financiera y de balanza de pagos restringiendo el pago a sus acreedores al 25% de las exportaciones. Lamentablemente, esto no resultó así. Bolivia continuó con el servicio de su deuda externa a los organismos multilaterales y gran parte de los bilaterales, con el propósito de mantener el ritmo de los desembolsos ya pactados. Los únicos sectores verdaderamente afectados por la moratoria fueron el sector privado y la banca privada internacional, que recibieron sólo una pequeña parte del servicio de su deuda externa con el país. La moratoria anunciada y las acciones emprendidas durante el gobierno del Presidente Siles sólo marginaron a Bolivia del crédito internacional.

Por el contrario, durante la moratoria exitosa, se logró utilizar las restricciones del servicio de la deuda para financiar un serio programa de estabilización y de reforma estructural que dio lugar a la reapertura de las puertas del crédito multilateral y bilateral. De no haber sido por los desequilibrios externos que sometieron al país a una nueva crisis financiera y de balanza de pagos, es posible que Bolivia (aun en la precaria situación de su economía) hubiese podido pagar el servicio de la deuda con la banca privada internacional. En este caso en particular, la gran lección que muestra Bolivia es que el desorden, la deficiente administración y las amenazas no hacen más que conducir a un país al aislamiento y la desesperación. Por el contrario, el ordenamiento de la economía, un esfuerzo serio por administrar racionalmente las finanzas del Estado y un persistente deseo de negociar de una manera

creíble con los acreedores en un contexto de reforma estructural, sin lugar a dudas, es la clave para sacar al país del abismo económico.

Los resultados alcanzados por Bolivia se explican por sí mismos, no sólo por las asombrosas cifras logradas al detener la inflación, sino también por haber obtenido la reapertura del crédito de los organismos de financiamiento internacional. Junto a éstos está también la ya destacada repatriación de capital y la posibilidad — en un futuro cercano — de reabrir las líneas de crédito de la banca privada internacional para créditos de mediano y largo plazo, así como para las operaciones de comercio exterior. Los problemas de crecimiento que enfrentó Bolivia entre los años 1985 y 1989 es algo que merece un tratamiento por separado. Sin embargo, a pesar de su modesto crecimiento, la economía de Bolivia pudo revertir el crecimiento negativo del período 1982-86 y, lo que es más importante, las últimas estadísticas muestran que este crecimiento de la economía es sostenido, con niveles expectables para el decenio de 1990.<sup>13/</sup>

## Notas

- 1/ La Central Obrera Boliviana (COB) es el máximo organismo sindical de Bolivia. Fundada hace aproximadamente 40 años, agrupa a obreros y empleados de todas las actividades económicas del país. Durante casi todo este período gozó de influencia, habiéndose convertido en un factor político dual con un virtual poder de veto en las acciones del gobierno. Luego de implantadas las medidas de ajuste del nuevo gobierno, en 1985, su influencia política disminuyó de manera significativa, fundamentalmente por el hecho de que las reformas estructurales implantadas eliminaron la inamovilidad de empleo (garantía de empleo), en la que se basaba gran parte de su poder político (Morales, 1990).
- 2/ Para una descripción más ampliada de la política macroeconómica del gobierno del Presidente Paz Estenssoro, ver Cariaga (1990 a y b, y 1991a) y Morales (1988 y 1990).
- 3/ Para una descripción más ampliada de la política macroeconómica del gobierno del Presidente Siles Zuazo, ver Cariaga (1985).
- 4/ La reprogramación de 1981 involucró 400 millones de dólares. Las condiciones de la reestructuración de la deuda fueron muy onerosas: siete años de plazo, un margen sobre el LIBOR del 21/4% y una comisión para la banca del 11/8%. Véase Devlin y Mortimore (1983).
- 5/ El autor se refiere a una nota confidencial sobre las opiniones de un alto ejecutivo del Banco Central de Bolivia, durante el período de la moratoria 1982-85.
- 6/ El autor se refiere a notas confidenciales sobre las opiniones de un abogado norteamericano con 25 años de experiencia en asuntos bancarios internacionales y las de un banquero norteamericano y autor de un importante libro sobre la banca norteamericana.
- 7/ Estos datos fueron obtenidos del cuadro 4. En el caso de COMIBOL, a comunicaciones efectuadas a Jacques Trigo, ex-Gerente de Finanzas de COMIBOL. En el caso de YPFB, a comunicaciones con Edmundo Taborga, Gerente Financiero de YPFB.
- 8/ Para los detalles de dicha crisis véase Devlin y Mortimore (1983).
- 9/ Es opinión del autor —sujeto a un posterior debate— que fue el apresuramiento y un profundo desconocimiento del funcionamiento del sistema bancario internacional lo que llevó a las autoridades a poner en práctica el DS 19.249 (la desdolarización). La prueba es que el daño causado trató de enmendarse con la dictación de la Resolución 387/82 del

## *LA MORATORIA BOLIVIANA Y EL AJUSTE ECONOMICO EXITOSO*

---

- Banco Central de Bolivia. Sin embargo, como el Banco Central jamás pudo resarcirse de reservas internacionales, la mencionada resolución no pudo cumplirse.
- 10/ En 1990 la equivalencia fue de un DEG igual a 1,17 dólares.
- 11/ Según un acuerdo logrado entre los países acreedores durante la Reunión Cumbre de Toronto, en junio de 1988, se otorgarían en el marco del Club de París condiciones especiales a países de bajos ingresos, en vías de desarrollo. Así, el país acreedor puede elegir entre tres opciones: i) condonar una tercera parte de la deuda sujeta a la reestructuración y reprogramar el saldo en un período de 14 años, con 8 años de gracia; ii) reprogramar la deuda elegible en un período de 25 años, con 14 años de gracia; iii) reducir la tasa de interés en 3,5 puntos o el 50% de la misma, eligiendo la que sea menor, y reprogramar la deuda en un período de 14 años, con 8 años de gracia. Ver CEPAL (1990).
- 12/ Para más detalles sobre la recompra, véase Lamdany (1987).
- 13/ Para una descripción más amplia sobre los problemas de crecimiento de Bolivia, véase Cariaga (1991b) y Morales (1991). Se espera que el crecimiento de la economía en 1991 sea del 4%.

Cuadro 1  
**BOLIVIA: DECRETOS SUPREMOS RELATIVOS A LAS RESTRICCIONES DE  
PAGOS - ARTICULOS PERTINENTES**

---

**1. DS 19.249 del 2 de noviembre de 1982**

"Artículo Primero. A partir de la fecha, todas las obligaciones de plazo vencido, emergentes de las operaciones, contratos y servicios de créditos bancarios y privados contraídas en moneda extranjera o en moneda nacional con cláusula dólar entre personas naturales y/o jurídicas, domiciliadas en el país, quedan convertidas en pesos bolivianos al tipo de cambio ponderado del día de 145,40 pesos bolivianos por dólar de los Estados Unidos, exceptuando los contratos referentes al régimen de vivienda de interés social y del sistema de la Caja Central de Ahorro y Préstamo para la Vivienda, que estarán sujetos a regímenes específicos."

Resolución 387/82 del Banco Central de Bolivia, del 22 de diciembre de 1982.

"Artículo Cuarto. Los bancos privados renegociarán con sus acreedores del exterior sus obligaciones contraídas al 3.11.82 por: Líneas de crédito, sobregiros, avances, cartas de crédito y avales, en las mejores condiciones posibles..."

...La Comisión de Política cambiaria, a través del Banco Central de Bolivia, asignará las divisas que la banca requiera a medida que se vayan cumpliendo los vencimientos de los pagos renegociados de sus obligaciones con el exterior y de las nuevas operaciones debidamente autorizadas, siempre que el Banco solicitante no cuente con disponibilidades propias de divisas.

"Artículo Quinto. En caso de que el Banco Central de Bolivia no contara con suficientes disponibilidades en divisas para atender los requerimientos de la Banca, por obligaciones con el exterior, ésta podrá depositar en el Instituto Emisor el equivalente en pesos bolivianos calculado al tipo de cambio único vigente a la fecha de cada depósito, con cargo al cual se cubrirá el monto de las respectivas divisas. A partir de la fecha de esos depósitos, el Banco Central de Bolivia reconocerá en favor del banco depositante por el diferimiento de pago de sus obligaciones en el exterior."

**2. DS 19.250 del 4 de noviembre de 1982**

"Artículo Sexto. A partir de la fecha, todas las operaciones en divisas deben ser efectuadas por el Banco Central de Bolivia, que es la única institución legalmente facultada para el efecto."

**3. DS 21.660 del 10 de julio de 1987**

"Artículo 43º. Se autoriza al Banco Central de Bolivia a emitir bonos con el propósito de canjearlos por su deuda externa y la del Estado boliviano, vencida y por vencerse, con acreedores privados extranjeros."

"Artículo 46º. Los poseedores de estos bonos podrán utilizarlos para su inversión en el país con las formas y modalidades establecidas en los artículos siguientes. En tal caso los bonos serán redimibles como se indica en el artículo anterior, con un valor presente superior en un cincuenta por ciento (50%) respecto del valor presente base. El valor presente de los bonos utilizados en inversiones en el país, incluyendo el referido premio, será capitalizable a una tasa que permitirá, al cabo de veinticinco años, la redención a su valor nominal."

---

**BOLIVIA: SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO POR ACREEDOR**  
 Cuadro 2  
 (millones de dólares)

DETALLE	1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989 <sup>a/</sup>	
	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés
I. OFICIALES	54,7	49,5	56,3	80,7	67,3	75,5	121,1	149,1	150,0	82,7	119,5	68,1	78,4	82,7	136,8	85,8	86,5	54,1
1. Multilaterales	108,7	186,3	107,5	177,3	101,4	228,5	141,9	201,4	199,3	88,8	139,0	71,0	81,8	85,4	139,1	99,8	90,3	51,8
FMI	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,3	3,1	0,2	5,0	0,0	8,9	0,1	9,2	0,1	9,7	0,1	4,8	0,0
BIRF	3,8	13,3	8,5	14,0	9,1	13,8	15,6	15,7	11,8	14,8	16,4	21,6	16,2	23,5	16,0	25,9	10,8	12,8
IDA	0,4	0,5	0,2	1,4	0,8	0,8	0,8	1,0	0,5	1,0	0,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,6	0,7	1,0
BID	5,9	13,8	5,6	12,8	8,0	14,0	8,5	15,0	9,7	15,8	13,0	18,8	14,2	20,1	14,9	26,8	13,3	22,5
CAF	1,0	0,7	1,6	1,4	3,5	1,3	3,5	3,6	2,5	1,8	21,0	7,8	6,8	3,1	28,3	6,9	30,0	4,6
BIAPE	1,2	0,4	0,9	0,2	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,1	0,1
FONPLATA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,8	0,7	1,1	1,0	1,3	1,7	0,3	0,2
OPEP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1
FAR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	3,1	5,8	17,5	3,1	21,9	0,8	6,3	7,1	41,7	7,4	-	3,5
OTROS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	0,1	3,5	31,6	1,2	0,3	0,2	0,6	0,2	1,4	0,4	0,5	0,2
2. Bilaterales	42,3	20,5	38,5	50,6	45,6	36,9	78,0	104,4	70,6	45,3	35,5	14,5	16,7	28,3	18,8	22,4	25,6	6,1
Gobiernos	13,5	7,6	8,4	4,9	21,1	18,5	9,8	24,0	7,4	9,6	12,8	8,7	8,9	3,7	9,0	19,6b/	18,2	4,9
Proveedores	23,6	8,1	22,2	35,3	18,4	14,5	57,4	74,0	52,9	30,7	18,4	5,8	9,8	22,6	9,8	2,8	6,4	1,2
Deuda Res.	5,2	3,8	8,9	10,4	6,1	3,9	9,0	6,4	10,3	5,0	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
II. PRIVADOS	54,0	136,8	51,2	96,6	34,1	153,0	20,8	52,3	9,3	6,1	19,5	4,9	5,4	2,7	2,2	4,0	3,8	0,7
Bonos del Edo.	0,9	2,5	15,0	1,5	1,7	4,7	0,9	1,9	0,9	0,0	0,9	1,8	0,9	1,8	0,9	1,9	-	-
Proveedores	14,8	4,2	10,7	2,5	8,4	3,9	6,2	3,1	2,2	0,4	4,2	2,7	2,3	0,7	0,6	0,3	3,1	0,8
Bancos Ext.	37,6	115,5	18,2	67,4	23,3	86,7	0,7	0,3	5,5	5,4	1,7	0,4	0,8	0,2	0,7b/	1,8	0,7	0,1
Banca Com.Ref.	0,7	14,6	7,3	25,2	0,7	57,7	13,0	47,0	0,7	0,3	12,7	0,0	1,4	0,0	0,0c/	0,0	-	-
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>108,7</b>	<b>186,3</b>	<b>107,5</b>	<b>177,3</b>	<b>101,4</b>	<b>228,5</b>	<b>141,9</b>	<b>201,4</b>	<b>199,3</b>	<b>88,8</b>	<b>139,0</b>	<b>71,0</b>	<b>81,8</b>	<b>85,4</b>	<b>139,1</b>	<b>99,8</b>	<b>90,3</b>	<b>51,8</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia, Gerencia de Deuda Externa., Elaborado: Banco Central de Bolivia, Gerencia de Estudios Económicos, Subgerencia Sector Externo.

a/ Datos preliminares a septiembre 1989.

b/ Incluye pago al Club de París por 13,5 millones de dólares. Se excluye amortización de US\$60,25 millones al Banco Sudameris por considerarse de corto plazo.

c/ Se excluye deuda Refinanciada de la Banca Privada por 304,8 millones de dólares.

**BOLIVIA: SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO POR DEUDOR**  
 Cuadro 3  
 (millones de dólares)

DETALLE	1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989 a/	
	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital	Interés	Capital
<b>I. Sector Público</b>																		
<b>No Financiero</b>	88,9	171,4	86,1	168,2	87,8	207,7	100,4	175,8	81,6	74,4	79,1	64,6	51,9	70,2	55,5	75,6	40,6	50,2
A. Gobierno General	45,0	100,5	55,4	110,8	52,4	151,2	50,2	141,4	52,2	49,4	56,0	31,2	33,3	56,0	39,5	59,0	29,3	33,8
Gov. Central	40,2	81,1	48,6	89,9	47,9	89,3	58,6	129,9	48,4	47,9	39,7	30,5	31,1	55,4	37,3	58,2	28,4	33,2
Govs. Locales	4,8	5,5	4,2	3,6	4,5	4,7	3,8	2,1	3,8	1,5	3,8	0,7	2,2	0,6	2,2	0,8	2,9	0,6
Deuda Refinanc.	0,0	13,8	2,6	17,3	0,0	57,2	0,0	9,4	0,0	0,0	12,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
B. Empresas Públicas	53,9	70,9	42,7	55,4	35,2	56,5	40,2	34,4	29,4	25,0	23,1	33,4	16,9	14,2	16,0	16,6	11,3	16,4
COMIBOL	14,3	6,0	9,3	4,2	2,6	3,8	4,6	2,0	0,9	0,1	0,8	0,2	0,0	0,0	0,5	0,2	0,3	0,2
YPFB	12,4	33,1	7,4	21,4	8,4	30,4	7,9	12,9	8,4	10,0	7,7	11,5	7,8	8,5	7,9	11,7	6,8	3,0
CBF	6,8	3,5	4,1	1,5	4,8	2,3	3,8	1,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ENFE	1,9	5,3	4,9	5,8	3,0	4,0	5,3	4,7	3,9	4,2	3,5	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
LAE	0,9	3,8	0,8	2,5	0,1	2,2	1,8	1,8	0,0	0,0	1,6	2,1	1,5	2,5	1,4	2,4	0,7	1,6
ENDE	1,3	4,7	1,2	5,7	3,4	4,9	5,1	4,9	4,9	5,2	6,8	6,3	7,6	2,0	5,0	1,5	2,7	1,2
ENAF	7,4	4,0	4,7	4,0	3,6	2,7	2,8	1,6	1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CMK	0,0	4,9	0,0	5,7	0,0	1,9	0,0	4,8	0,7	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ENTE L	3,8	1,7	2,8	0,7	5,1	1,3	1,3	0,4	0,9	0,2	2,2	0,3	1,2	0,5	1,2	0,6	1,0	0,3
OTRAS	5,3	3,9	7,5	3,9	4,2	3,0	7,8	0,3	7,5	4,2	0,5	7,0	0,5	0,7	0,0	0,2	-	0,1
<b>II. Sector Público</b>																		
Financiero <sup>b/</sup>	8,8	14,9	9,4	11,1	13,8	20,8	41,5	25,6	77,7	14,4	59,9	6,4	20,8	15,2	37,2	21,8	35,5	16,7
Bco. Central	2,8	-	4,2	-	8,1	-	37,0	-	75,1	-	36,7	-	17,5	-	34,8	19,8	33,1	15,4
Sect. Banc. Espec.	7,0	-	5,2	-	4,7	-	4,5	-	2,6	-	23,2	-	3,3	-	2,8	1,8	2,4	1,3
<b>TOTAL GENERAL (I+II)</b>	<b>108,7</b>	<b>186,3</b>	<b>107,5</b>	<b>177,3</b>	<b>101,4</b>	<b>228,5</b>	<b>141,9</b>	<b>201,4</b>	<b>159,3</b>	<b>88,8</b>	<b>139,0</b>	<b>71,0</b>	<b>72,7</b>	<b>85,4</b>	<b>92,7</b>	<b>97,2</b>	<b>78,1</b>	<b>86,9</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia, Gerencia de Deuda Externa. Elaborado: Banco Central de Bolivia, Gerencia Principal de Estudios Económicos, División de Balanza de Pagos.

a/ Datos Preliminares a septiembre 1989.

b/ Comprende al Banco Central y bancos especializados (BISA, BAMIN, BANVI, BANEST).

Cuadro 4  
**BOLIVIA: OBLIGACIONES EN MONEDA EXTRANJERA: BANCO CENTRAL Y SISTEMA BANCARIO 1977-85**  
*(millones de dólares, al 31 de diciembre de cada año) a/*

	Banco Central de Bolivia		Banco del Estado		Bancos privados	
	Obligación corto plazo	Obligación mediano y largo plazo	Obligación corto plazo	Obligación con exterior a mediano y largo plazo	Obligación a corto plazo	Obligación con exterior mediano y largo plazo
1977	21,5	11,2	30,1	9,1	48,9	0,0
1978	9,6	16,1	18,5	37,1	112,3	2,7
1979	199,7	27,6	26,4	46,4	76,1	50,5
1980	145,5	54,3	24,5	43,8	54,3	35,2
1981	329,1	121,2	0,1	60,8	87,9	38,6
1982	447,1	122,5	2,5	58,8	85,1	30,7
1983	17,0	53,0	0,2	5,6	7,3	3,3
1984	14,0	49,1	0,1	5,3	8,8	2,3
1985	128,0	231,2	1,2	54,7	68,1	32,9
1986	91,9	264,0	1,5	56,4	76,2	22,9
1987	78,9	321,1	5,6	0,2	59,8	24,0

Fuente: Banco Central de Bolivia, Gerencia Principal de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico* N° 260, La Paz, Marzo 1988, p. 16.

a/ Convertidos a dólares con base en el tipo de cambio oficial del cierre de cada gestión.

Cuadro 5  
**BOLIVIA: EVOLUCION DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS a/ BANCOS COMERCIALES**

Años	(1) Total Depósitos (en bolivianos corrientes)	(2) Total Depósitos (en millones US\$) al tipo cambio oficial <sup>b/</sup>	(3) Total Depósitos (en millones de US\$) al tipo cambio paralelo <sup>b/</sup>
1977	7,897	387,11	387,11
1978	8,476	415,49	415,49
1979	9,203	368,12	368,12
1980	13,259	530,36	530,36
1981	18,181	727,24	727,24
1982	57,328	286,64	197,68
1983	137,800	270,20	114,83
1984	1.079,327	119,93	46,16
1985	113.611,392	67,15	65,90
1986	515.476,577	268,06	264,08
1987	752.322,000	343,80	337,63
1988	1.136.999,000	464,08	451,19
1989	1.742.544,000	590,69	575,10

Fuente: Banco Central de Bolivia, Gerencia Principal de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico* 265, La Paz, marzo 1990, p.21.

a/ Las columnas 2 y 3 fueron calculadas en base a los tipos de cambio de fin de año de la tabla 11.02 del *Boletín Estadístico* 265.

b/ En millones de dólares.

**Cuadro 6**  
**APROBACIONES DE PRESTAMOS PARA BOLIVIA**  
**DE ORGANISMOS MULTILATERALES**  
*(millones de dólares)*

Año	Corporación Andina de Fomento	Banco Interamericano de Desarrollo	Banco Mundial
1980	6,7	20,0	
1981	1,5	-	
1982	27,2	279,5	
1983	11,6	80,1	
1984	26,5	78,0	
1985	39,5	-	
1986	44,2	140,4	
1987	29,2	89,7	123,9
1988	20,0	119,0	133,5
1989	7,7	160,8	151,0
<b>Total</b>	<b>214,1</b>	<b>967,5</b>	<b>408,4</b>

Fuente: Estadísticas obtenidas por el autor en el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Andina de Fomento.

**Cuadro 7**  
**BOLIVIA: FLUJO NETO DE RECURSOS 1984-88**  
*(millones de dólares)*

	1984	1985	1986	1987	1988	1989(a)
Desembolsos	159,8	108,7	230,1	238,2	325,6	326,8
Pagos a capital	141,9	159,3	139,0	81,8	139,1	140,6
Pagos a interés	201,4	88,8	71,0	85,4	99,8	85,9
Transferencia neta de recursos	-183,5	-139,4	20,1	71,0	86,7	100,3

Fuente: Banco Central de Bolivia, Gerencia de Estudios Económicos, Subgerencia Sector Externo, Boletín, Sector Externo No. 2, 1980-89, La Paz, febrero 1990, p. 111.  
a/ Preliminar.

**Cuadro 8**  
**DESEMBOLSO DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO**  
**POR ACREEDOR**  
*(millones de dólares)*

DETALLE	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 <sup>a/</sup>
<b>I. OFICIALES</b>	273,7	167,6	83,9	100,6	105,3	230,1	282,2	325,6	326,8
<b>1. Multilaterales</b>	110,5	75,1	43,2	68,0	72,2	142,1	156,2	291,6	240,7
FMI	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	...
BIRF	31,3	19,0	9,6	13,6	9,5	3,5	2,0	0,0	...
IDA	14,9	11,6	3,3	2,1	1,8	4,0	39,8	111,6	72,2
BID	51,9	42,0	27,2	46,8	54,6	116,0	84,8	111,1	97,6
CAF	10,9	1,5	1,6	1,5	1,5	8,6	19,3	52,8	62,7
BIAPE	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FONPLATA	0,5	0,5	0,0	2,2	0,5	0,2	7,8	9,9	1,1
OPEP	0,8	0,5	0,9	1,1	1,3	7,7	0,1	2,0	2,7
FAR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0 <sup>b/</sup>	0,0	0,0	0,0
FIDA	0,0	0,0	0,6	0,7	3,0	2,1	2,4	4,2	4,4
OTROS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	...
<b>2. Bilaterales</b>	163,2	92,5	40,7	32,6	33,1	88,0	82,0	34,0	86,1
Gobiernos	51,4	42,7	24,8	29,3	27,7	82,7	81,7	34,0	86,1
Proveedores	53,7	26,4	3,5	3,3	5,4	5,3	0,3	0,0	0,0
Deuda Reser- vada	58,1	23,4	12,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>II. PRIVADOS</b>	49,1	43,3	14,0	59,2	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos del Estado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Proveedores	9,6	22,1	2,7	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Bancos Exterior	38,6	19,2	11,3	58,0	0,0	0,0	0,0 <sup>c/</sup>	0,0	0,0
Banco Comercial									
Refinanciada	0,9	2,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>322,8</b>	<b>210,9</b>	<b>97,9</b>	<b>159,8</b>	<b>108,7</b>	<b>230,1</b>	<b>238,2</b>	<b>325,6</b>	<b>326,8</b>

Fuente: Banco Central de Bolivia, Subgerencia de Deuda Externa, **Boletín: Sector Externo 2**, 1980-89, La Paz, Abril 1990, p. 87.

Elaborado: Banco Central de Bolivia, Gerencia de Estudios Económicos, Subgerencia Sector Externo.

a/ Datos preliminares.

b/ Excluye el FAR por 100 millones de dólares por considerarse deuda de corto plazo.

c/ Excluye Sudameris por 25 millones de dólares por considerarse deuda de corto plazo.

Cuadro 9  
**BOLIVIA: NEGOCIACIONES DE LA DEUDA BILATERAL**

---

Las condiciones obtenidas por Bolivia en las tres negociaciones del Club de París fueron las siguientes:

- Club de París I, 1986: alivio de 459 millones de dólares, amortización 10 años, 5 de gracia para el período de la deuda por vencerse, 4 para la deuda vencida.

- Club de París II, 1988: alivio de 223 millones de dólares, amortización 11 años, 7 de gracia.

- Club de París III, 1990: alivio de 282 millones de dólares en los denominados "Términos de Toronto". Las condiciones obtenidas por Bolivia y la distribución por países son las siguientes:

- i) Condonación de un tercio del total de la deuda por vencerse durante el período de consolidación y la reprogramación de los restantes dos tercios a 15 años de plazo con 8 de gracia incluidos. A esta opción se adhirió Francia.
  - ii) Ampliación del período de repago de los importes por vencer en el período de consolidación a 25 años con 14 de gracia incluidos. A esta opción se adhirieron la República Federal de Alemania, Bélgica, los Estados Unidos, Japón (crédito de la OCDE) y los Países Bajos.
  - iii) Reducción de 3,5 puntos porcentuales, o el 50% de la tasa de interés pactada bilateralmente, en caso de que fuera menor, y reprogramación de los importes por vencer en el período de consolidación a 14 años de plazo con 8 de gracia incluidos. A esta opción se adhirieron Austria, el Reino Unido, Suiza y Japón (créditos para la exportación).
-

### Bibliografía

- Banco Central de Bolivia (1988), Gerencia Principal de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, n° 260, marzo.
- — — (1990a), Gerencia Principal de Estudios Económicos, *Boletín Estadístico*, n° 265, marzo.
- — — (1990b), *Boletín Sector Externo*, n° 2, 1980-89, febrero.
- — — (1990c), *Boletín Sector Externo*, n° 2, 1980-89, abril.
- Cariaga, J. L. (1985), "Bolivia hyperinflation 1982-85: Causes and effects" en *Redemocratization in Bolivia: A political and economic analysis of the Siles Zuazo Government*, compilado por Ladman, J. R. y Morales, J. A., Center for Latin American Studies, Arizona State University, Tempe, Ar., (en prensa).
- — — (1990a), "Coping without hegemony: Bolivia's experience", en A. P. Drisler (comp.), *The United States and the world economy*, FPI Policy Study Group, Foreign Policy Institute, The Paul H. Nitze, School of Advanced International Studies, The John Hopkins University, Washington D. C.
- — — (1990b), "Three policy experiments: Bolivia", en J. Williamson (comp.), *Latin American adjustment: How much has happened*, Institute for International Studies, Washington. D. C.
- — — (1991a), "Report on the Bolivian stabilization program", en *Proceedings of the Washington International Financial Management Forum for the calendar year 1990*, International Consortium on Governmental Management.
- — — (1991b), "Comments" (on The transition from stabilization to sustained growth in Bolivia by J.A. Morales), en M. Bruno, S. Fisher, E. Helpman, y N. Liviatan (comp.), *Lessons of economic stabilization and its aftermath*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- CEPAL (1988), *Evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Estudios e Informes de la CEPAL, n° 72, Santiago de Chile.
- — — (1990), *América Latina y el Caribe: Opciones para reducir la deuda externa*, Libros de la CEPAL n° 26, Santiago de Chile.
- Delgadillo, J. (1990), "La deuda externa de Bolivia", presentado en el Seminario sobre Aspectos Legales de las Transacciones Financieras Internacionales: Reducción de la Deuda, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D. C., abril.
- Devlin, R. y M. Mortimore, (1983), *Los bancos transnacionales, el Estado y el endeudamiento externo en Bolivia*, Estudios e Informes de la CEPAL n° 27, Santiago de Chile.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and crisis in Latin America: The supply side of the story*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey.

"El Mundo" (1984), "Gobierno y COB acordaron postergar pago de la deuda externa", Santa Cruz, mayo 30.

Lamdany, Rubén (1989), "Voluntary debt reduction operations, Bolivia, México & beyond ...", *Revista de Análisis Económico*, vol. 4, nº 1, junio.

— — — (1991), "The transition from stabilization to sustained growth in Bolivia", en *Lessons of economic stabilization and its aftermath*, en M. Bruno, S. Fisher, E. Helpman, y N. Liviatan (comp.), MIT Press, Cambridge, Mass.

"Presencia" (1982), "Gobierno oficializó decisión de postergar pago de deudas a la banca privada internacional", La Paz, 5 de junio.

— — — (1984), "Aplazado temporalmente pago de deuda, mientras se la renegocie: anuncio oficial", La Paz, 31 de mayo.

# BREVE HISTORIA DE LAS MORATORIAS BRASILEÑAS

*Carlos Eduardo de Freitas*

## Introducción

La moratoria brasileña de pago de intereses a los bancos extranjeros declarada en 1987, culminó con una sensación de derrota y frustración. Sin embargo, desde varios puntos de vista puede considerarse un ejercicio exitoso, pues demostró que la capacidad real de los acreedores para tomar represalias es reducida y que los peligros son mucho menores de los que cabría haber imaginado.

Por ser uno de los países más endeudados, el Brasil era un caso en que la comunidad financiera internacional podría haber tenido sumo interés en poner en claro los costos de declarar una moratoria unilateral del servicio de la deuda. No obstante, el ejemplo brasileño parece haber demostrado que la acción unilateral frente a los estancamientos en la renegociación de la deuda externa puede ser, en ciertas circunstancias, una alternativa útil y realista. En efecto, el ambiente oficial en torno al problema de la deuda del Tercer Mundo se modificó de manera notoria después de la iniciativa brasileña de 1987, y los planes de los círculos financieros para abordarla se volvieron mucho más flexibles.

En la sección I se exponen los antecedentes y el alcance de la moratoria. En la sección II se tratan algunos aspectos de la economía política de la moratoria. A continuación, en la sección III, se comentan los aspectos administrativos de la misma, es decir, las relaciones con el Comité Asesor de los Bancos; los problemas del crédito de corto plazo; la defensa de las reservas internacionales; el comportamiento de los organismos de crédito multilaterales y bilaterales, la fuga de capitales y los problemas con la inversión extranjera directa; el impacto de la moratoria sobre los prestatarios finales; el recurso a asesores extranjeros; la cooperación con otros gobiernos y el asunto del llamado cartel de deudores. En la sección IV se analizan algunos de los costos y beneficios de la moratoria, y por último, en la sección V, se formulan observa-

[ pág. 151 ]

ciones generales y se aventura una suerte de receta para llevar a cabo la moratoria del pago de servicios de la deuda externa, para terminar con un apéndice acerca de la experiencia de la segunda moratoria, en el período 1989-91.

## **I. Antecedentes históricos y alcance de la moratoria**

### **1. El problema de la deuda con el Club de París**

A comienzos de 1987, la balanza de pagos brasileña se desenvolvía en un ambiente sombrío. El superávit del comercio de mercancías se había deteriorado en el último trimestre de 1986 debido al Plan Cruzado, causante, por una parte, de una explosión de la demanda interna y, por otra, del cuasi congelamiento del tipo de cambio, desde el 1º de marzo hasta el 24 de noviembre de ese año, excepto una minidevaluación de 1,816% del 16 de octubre.<sup>1/</sup>

En enero de 1987, una delegación del gobierno del Brasil (GOB) se reunió con los acreedores del Club de París para negociar un acuerdo destinado a poner término al estancamiento de las conversaciones que se arrastraba desde abril de 1986. El Brasil había estado en una "moratoria silente" sobre el pago de intereses con los organismos crediticios oficiales bilaterales desde enero de 1985 hasta abril de 1986.<sup>2/</sup>

La segunda ronda de acuerdos de reprogramación, suscrita por el GOB con los bancos comerciales extranjeros en febrero de 1984, y con el Club de París a fines de 1983, cubría los vencimientos pagaderos hasta el 31 de diciembre de 1984. Desde noviembre de 1984 hasta febrero de 1985, el equipo económico del gobierno, compuesto por Delfim Netto, Galvêas y Pastore, buscó un acuerdo de reestructuración plurianual con los bancos comerciales, que continuaría con un nuevo acuerdo con el Club de París, también de carácter plurianual.

El 28 de noviembre de 1984, el Ministro de Hacienda Galvêas, envió una carta al Club de París, donde solicitaba la convocatoria a una reunión, en enero de 1985, para iniciar las discusiones sobre un acuerdo de reprogramación plurianual. Mientras tanto, el GOB decidió que mantendría en depósito en el Banco Central todos los vencimientos pagaderos a contar de enero de 1985. En otra carta figuraba el desglose de los montos del principal e intereses que vencían entre 1985 y 1991, y se mencionaba que esos valores se mantendrían depositados en el banco central del país.

Debido al incumplimiento de las metas monetarias nacionales del programa de ajuste del país convenido con el FMI, y a las perspectivas de que el 15 de marzo de 1985 asumiera un nuevo gobierno, el Director Gerente del FMI, Jacques De Larosière, decidió retener una carta de aliento dirigida a la comunidad financiera internacional, que habría constituido un pase formal para que el Comité Asesor de Bancos (CAB) emitiera la hoja de plazos y condiciones de un nuevo acuerdo de reprogramación. Para entonces se habían concluido prácticamente los principales aspectos financieros y legales del nuevo acuerdo suscrito con los bancos, y el GOB propuso al CAB que diera

curso, de todas maneras, a lo convenido, sin esperar la carta de luz verde tradicional del FMI. El Presidente electo, Tancredo Neves, había aceptado oficiosamente cumplir con las condiciones de cualquier acuerdo que se suscribiera, pero también dejó en claro que si nada se suscribía, no había por qué comprometerse a seguir las mismas pautas para encontrar una solución al problema. Por último, el CAB decidió postergar las conversaciones hasta que asumiera el nuevo gobierno.

Así, se decidió prorrogar por 90 días, es decir, hasta fines de mayo, la segunda ronda de acuerdos con los bancos. (El acuerdo había expirado técnicamente a fines de febrero.) Para los bancos, esto significaba que el Brasil seguiría pagando intereses y que retendrían los montos del principal adeudado.

En febrero de 1985, una delegación del Ministerio de Hacienda y del Banco Central visitó el Club de París para comunicar el estancamiento de las negociaciones con los bancos privados e informar que el GOB todavía deseaba suscribir con él una reprogramación plurianual. También se dijo que los montos del principal e intereses que fueran venciendo seguirían retenidos temporalmente por el Banco Central.

Los representantes del Club de París reclamaron por la retención de los pagos de intereses, puesto que los bancos seguían recibiendo los suyos. El Club convino, en principio, una reprogramación plurianual, pero sin refinanciar los intereses, fundándose en que el acuerdo previsto con los bancos no incluirían nuevos préstamos para refinanciar los intereses que se le adeudaban. Las autoridades del Club de París recordaron asimismo a la delegación brasileña que no refinanciarían montos ya reprogramados, y que la concertación de acuerdos de tramos de créditos superiores con el FMI sería siempre un requisito indispensable para suscribir un nuevo acuerdo.

Esta situación incierta se mantuvo hasta fines de 1985. En 1986, el GOB decidió intentar romper este estancamiento, y envió una misión a París. Sin embargo, el Club siguió negándose a negociar con el Brasil, si no existía un acuerdo previo con el FMI, lo que resultó inaceptable para Dilson Funaro, entonces Ministro de Hacienda.

El resultado del prolongado estancamiento fue la reprogramación unilateral de la deuda con el Club de París, mediante la cual el GOB estableció las siguientes condiciones de reembolso de los montos del principal e intereses con vencimiento entre el 1º de enero de 1985 y el 30 de abril de 1986, que se mantenían depositados en Banco Central:

- el 15% se reembolsaría en tres cuotas: 9% el 30 de junio de 1986, 3% el 31 de diciembre de 1986 y 3% el 30 de junio de 1987;
- el 85% restante se reembolsaría en 10 cuotas semestrales, la primera con vencimiento el 30 de junio de 1991 y la última el 31 de diciembre de 1995.

El plazo de nueve años y medio (con cinco años de gracia) reproducía esencialmente las condiciones de la minuta suscrita con el Club de París el 23 de noviembre de 1983. A contar del 1º de mayo, el Brasil reanudó los pagos de intereses a los organismos de crédito a las exportaciones, pero siguió reteniendo los vencimientos de principal de la deuda pendiente.

Se pagó la primera cuota (9%) programada para el 30 de junio de 1986, y los organismos aceptaron el dinero, pero no reabrieron sus líneas de crédito a los prestatarios brasileños ni suscribieron ningún acuerdo bilateral que legitimara las condiciones establecidas unilateralmente en abril. Sin embargo, entre abril y diciembre de 1986 los organismos de crédito a las exportaciones de los países industrializados mostraron más flexibilidad respecto a la reanudación de conversaciones con las autoridades brasileñas. Interesa destacar que el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James Baker, desempeñó un papel importante en el cambio de actitud del Club de París.

Estos fueron los antecedentes de las reuniones de enero de 1987, sostenidas en París entre la delegación del gobierno brasileño y el Club. Tras arduas negociaciones, se suscribió al fin un acuerdo, cuyas principales condiciones fueron:

- el 100% de la deuda vencida e impaga entre el 1º de enero de 1985 y el 31 de diciembre de 1986 se liquidaría en seis cuotas semestrales, venciendo la primera el 1º de octubre de 1990 y la última el 1º de julio de 1992;
- los intereses retenidos, aproximadamente 350 millones de dólares, se pagarían en tres cuotas semestrales, la primera con vencimiento el 30 de junio de 1988;
- el 100% del principal, con vencimiento entre el 1º de enero de 1987 y el 30 de junio de 1987, se reprogramaría en las mismas condiciones mencionadas en el primer punto;
- de acuerdo con la costumbre del Club de París, las tasas de interés se determinarían mediante acuerdos bilaterales que considerarían el costo de financiamiento para los acreedores.

En suma, el Brasil obtuvo un plazo de cinco años y medio con tres de gracia, que fue más oneroso que el acuerdo de 1983. En efecto, se reprogramó el 91% del principal y los intereses vencidos entre el 1º de enero de 1985 y el 30 de abril de 1986 (9% se pagó el 30 de junio de 1986), así como el 100% del principal vencido entre el 1º de mayo de 1986 y el 31 de diciembre de 1986. Puesto que el nuevo acuerdo sustituía al plan unilateral del gobierno de abril de 1986, los pagos programados para diciembre de 1986 y junio de 1987, correspondientes cada uno a 3% de los valores vencidos entre el 1º de enero de 1985 y el 30 de abril de 1986, no se efectuaron.

El gobierno brasileño celebró el nuevo acuerdo del Club de París como una gran victoria, puesto que rompía con la tradición y no requería un acuerdo previo con el FMI de tramos de crédito superiores para un programa de ajuste. Para ser más precisos, la única condición que estipulaba era que la reprogramación del principal que vencía el primer semestre de 1987 dependería de un informe positivo del FMI sobre el desempeño económico general de Brasil.

Sin embargo, este informe del FMI jamás llegó a concretarse, y los montos del principal que vencieron en el primer semestre terminaron siendo considerados por el Club de París como "vencidos y no pagados". El GOB decidió seguir reteniendo el principal con vencimientos posteriores a junio de 1987, mientras transfería los pagos de intereses como de costumbre. Esta me-

dida fue interpretada por la prensa como una decisión del gobierno brasileño de extender al Club de París la moratoria a los pagos de intereses a los bancos, anunciada el 20 de febrero de 1987 al Club de París, cuando de hecho sólo se trataba de una reafirmación de la política introducida en abril de 1986, con posterioridad a las reuniones con el Club.

## **2. Moratoria de la deuda con la banca**

El acuerdo de enero de 1987 con el Club de París estaba destinado a ser una acción articulada que confrontaría a la comunidad financiera internacional. En otras palabras, se estimaba necesario contar primero con un plan definido con los acreedores oficiales, a fin de allanar el camino para la moratoria del pago de intereses a los bancos que estaba a punto de declararse. La decisión de declarar esta moratoria fue de carácter político y tuvo el propósito de apartarse radicalmente de los planes ortodoxos de reprogramación de la deuda, que significaban enormes transferencias reales de recursos al exterior. El grueso de esas transferencias estaba concentrada en el sector público y generaba una carga fiscal que el país no podía permitirse. Interesa señalar que las autoridades del gobierno no consideraban la moratoria como una consecuencia del mal manejo económico, sino más bien como una tentativa de devolverle prosperidad a la economía brasileña, tras haber sufrido un drenaje sin precedentes de recursos por concepto de pagos destinados a los acreedores.

La importancia táctica del acuerdo de enero con el Club de París era evidente: el deseo de evitar la apertura simultánea de varios frentes externos de conflicto. Dentro de ese mismo espíritu, se tomó la decisión de no restringir las remesas de utilidades y dividendos provenientes de inversiones extranjeras directas.

Si hubiera habido un problema grave con los flujos financieros de corto plazo, el Brasil habría esgrimido el arma de los controles cambiarios centralizados, tal como lo hizo a fines de julio de 1983, mediante la resolución 851 del Banco Central, cuando se agotaron las reservas de divisas. Sin embargo, aunque las reservas internacionales eran escasas a comienzos de 1987, no habían alcanzado niveles críticos.

Si el gobierno brasileño hubiese deseado evitar el radio de acción de anteriores controles de cambio, podría haber postergado por 90 ó 180 días la cobertura en divisas de partidas específicas de la balanza de pagos, como los pagos de intereses sobre la deuda bancaria, los pagos de intereses del financiamiento de las importaciones, las remesas de utilidades y dividendos y la repatriación de capital. Estas medidas habrían bastado para reducir las presiones sobre las reservas internacionales y habrían ganado el tiempo necesario para negociar un préstamo de dinero nuevo con los bancos a fin de cubrir el déficit de balance de pagos para el año.

En todo caso, el 20 de febrero, tras una semana agitada en los mercados financieros y cambiarios, el gobierno declaró la moratoria. Esta afectaba los intereses de los préstamos bancarios concedidos a los prestatarios del sector público y privado registrados en el Banco Central, pero exceptuaba el servicio de la deuda de corto plazo. En otras palabras, la moratoria afectaba toda

la deuda bancaria de mediano plazo, pública y privada, independientemente de la existencia de una garantía federal. En el cuadro 1 se presentan las estadísticas de la deuda externa, 56% de la cual era afectada por la moratoria.

Interesa señalar que para las autoridades brasileñas la moratoria era en esencia un ejercicio en el ámbito del mercado cambiario, lo que significa que no estaba vinculada explícitamente a las restricciones internas de pagos fiscales. En otras palabras, al declarar la moratoria el gobierno supuso que la deuda externa era un problema de balanza de pagos y, en consecuencia, la interrupción de los pagos de intereses se produjo en el mercado cambiario. Así, las obligaciones del servicio de la deuda de los prestatarios en su equivalente en moneda local, en lo formal no recibieron la influencia de la decisión unilateral del gobierno de suspender los pagos.

La justificación para excluir de la moratoria tanto a las organizaciones multilaterales como a los créditos de los organismos bilaterales era aislar el problema existente con los bancos privados, y así dificultarles aún más la tarea de galvanizar el apoyo explícito de los gobiernos del mundo industrializado, en caso que pretendieran tomar represalias. Otro objetivo de igual importancia era tener acceso al financiamiento de los organismos oficiales, siempre que el país pudiese separarlos de los problemas con los bancos. Como se explicará más adelante, esta última hipótesis fue un profundo error.

## **II. Economía política de la moratoria**

La moratoria de la deuda con la banca puede dividirse en cuatro períodos. El primero transcurrió entre el anuncio formal de la misma al Ministro de Hacienda Dilson Funaro, el 20 de febrero de 1987, y su dimisión a fines de abril de ese año. El segundo se inició con su reemplazo por Luiz Carlos Bresser Pereira y continuó hasta comienzos de diciembre, cuando se firmó el llamado acuerdo provisorio de financiamiento con los bancos. El tercero, muy corto pero importante para el cambio de actitud en el Ministerio de Finanzas, se extendió entre la firma del acuerdo mencionado hasta la renuncia de Bresser Pereira a fines de diciembre del mismo año. El cuarto transcurrió entre el nombramiento de Mailson da Nobrega como Ministro de Hacienda, a comienzos de enero de 1988, hasta septiembre de 1988, cuando la moratoria concluyó oficialmente.

El primer período se caracterizó por los escasos contactos y las relaciones frías, incluso a veces agresivas, con los bancos. El gobierno no presentó una propuesta para elaborar un nuevo conjunto de principios a fin de negociar la deuda externa ni ofreció a los bancos un conjunto de alternativas, como por ejemplo, una base formal para la capitalización de la deuda, como tampoco propuso intercambiarla por bonos. Esta rigidez del Ministerio de Hacienda y del Banco Central contribuyó a erosionar la moratoria como plataforma para obtener mejores condiciones para reestructurar la deuda y debilitar el poder de Funaro en el Gobierno de Sarney. Sin embargo, su dimisión fue deter-

minada en definitiva por la tensión interna derivada de una nueva onda de presiones inflacionarias que llevó la inflación mensual a un 20%, en abril de 1987, lo que obligó a Funaro a renunciar a fines del mes.

Bresser Pereira llegó al Ministerio de Hacienda por intermedio del Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB), el partido político de mayor importancia, entonces en el apogeo de su poder e influencia. Tenía una mayoría aplastante en ambas cámaras, y en 22 de los 23 gobiernos estatales. El presidente invitó informalmente a Jereissati, un gobernador estatal del PMDB, a hacerse cargo del Ministerio de Hacienda. Este nombramiento provisional irritó a la jerarquía política del PMDB, que orquestó una reacción negativa liderada por el Presidente del Congreso, Ulysses Guimarães. Tras las negociaciones entre Guimarães y el presidente, se nombró a Bresser Pereira; sin embargo, éste no era en modo alguno el hombre del presidente.

Es importante conocer las condiciones concretas en que Bresser Pereira asumió el cargo, porque esto podría explicar en parte la debilidad del Ministro de Hacienda para tratar el problema de la deuda externa y la "rendición" final, por así decirlo, ante los círculos financieros internacionales. Bresser Pereira no era de la confianza del presidente, en cambio, Marcilio Moreira, Embajador del Brasil en Washington, sí lo era, y adquirió considerable influencia en la gestión de la política de la deuda externa, que hasta entonces había sido de la responsabilidad exclusiva del Ministerio de Hacienda y del Banco Central.

Moreira preconizaba un enfoque más flexible del problema de la deuda y era partidario de negociar conforme a las normas y principios estándares que regían la estrategia oficial de la deuda entre los círculos financieros internacionales, el llamado Plan Baker.<sup>3/</sup> Bresser Pereira, en cambio, parecía estar tan convencido de la incapacidad del sector público brasileño para amortizar su deuda externa, creyendo que los bancos aceptarían una gran reducción de la misma por un acto de racionalidad. (La deuda brasileña se cotizaba entonces entre 60 y 65% de su valor nominal en los mercados secundarios.) Sin embargo, los bancos intuyendo tal vez las debilidades del Ministro, mantuvieron la posición de volver a sus principios tradicionales de reprogramación. Así, casi toda la atención de Bracher, el ex presidente del Banco Central invitado por Bresser Pereira a asumir como negociador principal de la deuda externa, terminó por concentrarse en tratar de orquestar un acuerdo provisorio de corto plazo con los bancos para poner fin a la situación de mora reinante.

La estrategia de Bresser Pereira para encarar la deuda surgió de debates organizados con los funcionarios del Banco Central y del Ministerio de Hacienda sostenidos durante mayo y junio de 1987. También fueron invitados los economistas y hombres de negocio brasileños que se identificaban políticamente con el Ministro. De esas reuniones, que se celebraban los viernes o sábados en la residencia privada de Bresser Pereira en Sao Paulo, surgió la idea de una conversión a gran escala de la deuda externa brasileña en valores.

En efecto, el plan involucraba el intercambio de alrededor de la mitad de la deuda de casi 70.000 millones de dólares con los bancos, por nuevos bo-

nos con un descuento del valor nominal que oscilaba entre 30 y 40%, e intereses de mercado variables. Otra opción habría ofrecido también a los bancos la alternativa de bonos al valor nominal que ganarían intereses fijos inferiores al valor de mercado. El problema estribaba en convencer a los bancos de que participaran en la conversión. Se trataba de que el servicio de los nuevos bonos tuviera prioridad sobre otros pagos de la deuda externa. Sin embargo, debido al grave deterioro de la política económica interna, la credibilidad brasileña era demasiado precaria como para convencer a los bancos y a sus organismos supervisores de que la conversión de la deuda en valores iba a significar realmente un mejoramiento de su crédito.

Al final, el Ministro comenzó a expresar la convicción de que sólo la acción unilateral podría conducir a una posible conversión de un monto significativo de la deuda en valores, con descuento o con reducción de las tasas de interés. Empero, en una reunión sostenida en julio con el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Baker, el Ministro postergó sorpresivamente el anuncio de una conversión unilateral de la deuda en valores, y declaró públicamente que toda conversión con descuentos debería hacerse en forma voluntaria, tal como lo contemplaba entonces la llamada "lista de opciones del mercado" del Plan Baker.<sup>4/</sup>

Desde el 20 de febrero, cuando se oficializó la moratoria mediante un télex enviado a la comunidad financiera internacional y a todos los gobiernos extranjeros, un objetivo fundamental del gobierno brasileño fue modificar radicalmente las condiciones de las soluciones globales ortodoxas de reestructuración de la deuda. Se aducía que los montos de las transferencias reales de recursos implícitas en la estrategia ortodoxa no eran compatibles con las tasas de crecimiento del PIB, necesarias para mantener la paz social. En efecto, las autoridades estimaban que era necesario retener cada año un monto determinado de recursos extranjeros, meta que sólo podía lograrse mediante la reducción de la deuda o alguna capitalización sustancial de los intereses.

Esta filosofía se tradujo en el principio de que el tope de la transferencia real de recursos al exterior debía ser equivalente al 2,5% del PIB.<sup>5/</sup> Los acreedores no aceptaron este marco para debatir la deuda, y decidieron mantenerse en compás de espera. Es evidente que esperaban que el GOB renunciara tarde o temprano a su nuevo marco para volver a la reprogramación tradicional de la deuda y favorecer su estrategia, que procuraba maximizar las formas de sustituir el dinero bancario por fuentes de fondos oficiales.

Las tácticas de la banca fueron coherentes, y el tiempo recompensó su perseverancia. Los supuestos básicos de su plan global fueron aceptados finalmente por el GOB durante las reuniones sostenidas en Washington y Nueva York, en forma paralela a las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial, a fines de septiembre de 1987. En síntesis, el gobierno aceptaba una solución provisoria para los intereses en mora, cuestión que los bancos consideraban medular en las negociaciones y que se había convertido en el obstáculo principal para lograr un acuerdo global de reestructuración. El llamado acuerdo de financiamiento provisorio, que iba a oficializarse en diciembre, estipulaba que el Brasil recibiría de los bancos 3.000 millones de dólares en nuevos préstamos para que pudiera cancelar los 4.500 millones de dólares en pa-

gos atrasados acumulados durante la moratoria. Los 1.500 millones de dólares restantes provendrían de las reservas internacionales de Brasil, con un pago inicial de 500 millones de dólares antes de fines de 1987. El préstamo bancario tendría un margen de 0,875% sobre la LIBOR y sería el primer paso para renegociar una reprogramación global de la deuda de 70.000 millones de dólares con los bancos. Aunque el acuerdo provisorio no dependía de un acuerdo de derecho de giro con el FMI, se tenía entendido que Brasil negociaría dicho acuerdo en 1988, como preludio a la reestructuración global de la deuda.

El resultado de estas reuniones fue que el GOB renunció al objetivo de encabezar la ruptura radical con las directrices ortodoxas para renegociar la deuda. Pero como era de esperar, las autoridades brasileñas se negaron a aceptar oficialmente que habían modificado sustancialmente su posición desde la declaración de la moratoria, en febrero. Empero, por el hecho de aceptar finalmente negociar un acuerdo provisorio de corto plazo para eliminar los intereses en mora y acceder a hacerlo íntegramente dentro del marco tradicional de los bancos, Brasil procedió a aplicar la táctica de retractarse de sus objetivos anunciados en febrero.

En mérito a lo expuesto, el gobierno presentó formalmente su propia propuesta global a los bancos al iniciarse las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial, en septiembre, con lo que no aceptó formalmente los principios tradicionales de reprogramación de los bancos. Empero, la propuesta brasileña evitó el examen del problema fundamental y se concentró en cambio en pedir a los bancos ciertas sumas para refinanciar intereses correspondientes a 1987, 1988 y 1989. Así, las negociaciones se convirtieron en un juego consistente en cómo alcanzar un monto de refinanciamiento mutuamente aceptable. Predominaron los principios de minimizar el uso de los recursos bancarios y maximizar la utilización de las fuentes oficiales de financiamiento. Es más, la evaluación del déficit de recursos se basó en la balanza de pagos, con la consecuencia obvia de sobreestimar la capacidad de pago. Tal como antes, se eludió el aspecto central de la capacidad fiscal para generar financiamiento interno que respaldara las transferencias de divisas. Asimismo, hubo un acuerdo tácito de que Brasil suscribiría un acuerdo de compromiso contingente con el FMI.

A la postre, el Ministerio de Hacienda advirtió que el gobierno había retrocedido demasiado entre septiembre y diciembre, mes en que se firmó el acuerdo de corto plazo con los bancos. Una vez que las deficiencias técnicas y políticas de una estrategia "pacífica" se comprendieron con mayor cabalidad, el GOB empezó a reaccionar y reevaluar el plan de los bancos para refinanciar los intereses. De nuevo las autoridades elaboraron un plan para convertir la deuda en bonos con disposiciones concretas para capitalizar intereses e intercambiar deuda por valores de largo plazo; este último procedimiento sería el único instrumento para reciclar los préstamos, convertir la deuda en capital y, de ser factible, intercambiar deuda por exportaciones. Había también disposiciones para el pago anticipado de los bonos con descuento, mediante subastas oficiales que se efectuarían periódicamente. Además, los bonos brasileños tendrían prioridad sobre los demás pagos por concepto de deuda externa a los bancos. Gracias a todos esos incentivos, se creía que el nuevo intercam-

bio de deuda por bonos, aunque no era obligatorio, tendría una ventaja relativa tan grande sobre cualquier cosa que se hubiera convenido dentro del marco tradicional, que modificaría radicalmente los fundamentos de la gestión oficial del problema de la deuda.

La iniciativa se orquestó meticulosamente. El Ministerio de Hacienda parecía dispuesto a una prolongada confrontación con la comunidad financiera internacional. A su vez, mostraba también la firme decisión de corregir los desequilibrios internos. Si el Presidente Sarney hubiera apoyado ambas posiciones, el resultado podría haber sido una reestructuración de la deuda externa subordinada a las metas nacionales de crecimiento económico y no a la inversa, como había ocurrido hasta entonces.

Según una entrevista sostenida con el Ministro de Hacienda, Bresser Pereira,<sup>6/</sup> el GOB había decidido esperar hasta fines de enero de 1988 para negociar con el CAB un calendario de plazos y condiciones, con las disposiciones ya mencionadas para convertir la deuda en bonos. Además, se había decidido que si no se podía alcanzar un acuerdo preliminar, el GOB anunciaría unilateralmente las condiciones para amortizar la deuda externa y disolvería el CAB. Asimismo, según Bresser Pereira, había un entendimiento informal con el gobierno argentino que también adoptaría simultáneamente una medida similar. Sin embargo, Bresser Pereira renunció en diciembre de 1987, y el nuevo Ministro Mailson da Nobrega decidió volver a los métodos tradicionales de reestructuración de la deuda. En efecto, durante este cuarto período de la moratoria, el GOB comenzó a buscar un acuerdo ajustado estrictamente a las condiciones establecidas por el Plan Baker de la comunidad financiera internacional. Así, durante el programa de ajuste de 1988 Brasil suscribió un acuerdo con el FMI para imprimirle un carácter tradicional. Además, esto sentó las bases para llegar en junio de 1988 a los términos básicos (*term sheet*) del acuerdo global de reestructuración de la deuda con los bancos, firmado en septiembre del mismo año.

Este nuevo acuerdo de reestructuración involucraba la reprogramación tradicional de 62.000 millones de dólares del principal vencido y por vencer entre 1987 y 1993, a una tasa de interés de 0,81% sobre la LIBOR y con un período de amortización de 20 años. Por su parte, los bancos otorgaron nuevos préstamos por 5.200 millones de dólares para refinanciar los pagos de intereses (incluidos 3.000 millones de dólares de intereses en mora); esos créditos tenían un margen de 0,81% sobre la LIBOR y un período de amortización de 12 años. Los bancos —siguiendo el esquema de la nueva lista de opciones del Plan Baker— recibieron también una opción de salida: el intercambio de la deuda antigua por bonos de valor nominal con vencimiento a 25 años y una tasa de interés fija inferior al valor de mercado de 6%. Sin embargo, la deuda que se liquidó mediante el bono de salida fue relativamente escasa: 1.000 millones de dólares.

El acuerdo brasileño sobre la deuda restableció las relaciones con la comunidad bancaria internacional, e infundió cierta vitalidad a un Plan Baker en decadencia. Sin embargo, para lograr un resultado positivo el gobierno debía tratar nuevamente de contraer las cuentas del sector público a fin de generar recursos en moneda local para transferir los pagos al exterior a los acree-

dores extranjeros. Huelga decir que el esfuerzo fracasó. A mediados de 1989 Brasil se hallaba nuevamente en problemas y el país cayó silenciosamente en una segunda moratoria con los bancos.<sup>7/</sup>

### **III. Administración de la moratoria brasileña**

#### **1. El asunto del comité de dirección**

En el télex que el gobierno brasileño envió a los gobiernos y bancos acreedores extranjeros el 20 de febrero de 1987, se explicaban las razones de la moratoria; en éste se incluía la meta de disminuir la transferencia real de recursos al exterior. Empero, indicaba una disposición a pagar intereses por los intereses retenidos y declaraba que estaba dispuesto a entablar nuevas conversaciones, pero con un criterio diferente.

El télex se transmitió por conducto del CAB, que esta vez sirvió exclusivamente de contacto: en otras palabras, no hubo negociaciones con el CAB sobre las condiciones contenidas en los télex; sólo se le pidió que lo transmitiera a los demás bancos, como un servicio pagado por el GOB. Hubo discusiones entre los funcionarios del Banco Central y el Ministerio de Hacienda sobre si el télex debía enviarse directamente a todos los bancos o si debían utilizarse los servicios de contacto del CAB. Si se optaba por la primera alternativa se corría el riesgo de provocar el quiebre total del CAB. La otra constituiría una manera novedosa y mucho más positiva de enfocar el problema de la deuda, pero que presentaba al CAB como un interlocutor en futuros debates y negociaciones.

La crítica principal que se le formulaba al empleo del CAB para reprogramar la deuda era que obraba casi como un cartel y también de modo monolítico. Dada la necesidad de contar con el consenso unánime de los miembros del Comité su estructura solía ser rígida, y era difícil negociar opciones que pudieran ser de verdadero interés para el deudor. Así, las posiciones finales del comité solían reflejar el mínimo común denominador, es decir, los criterios de los bancos que estaban en las peores condiciones posibles y, por tanto, los que eran menos capaces de ser flexibles y aceptar soluciones innovadoras realistas.

La experiencia parece confirmar todas estas críticas al CAB, pero también es cierto que el comité sirve de canales operantes para comunicarse con cientos de bancos y sin el cual el país enfrentaría un vacío que tendría que llenar con algún otro instrumento. En otras palabras, si no hay un comité con quien conversar, el gobierno deudor necesitará algún otro interlocutor fidedigno. No obstante, si el comité boicotea todas las iniciativas tendientes a una solución más realista, no queda más que obviarlo.

Mientras más reservas para pérdidas por préstamos tengan los bancos frente a la deuda del Tercer Mundo, más débil será la posición de liderazgo de los comités. En efecto, el poder de los comités de mantener ciertas posiciones inflexibles se verá socavado por la división de opiniones y los intereses

contrapuestos de los bancos. Por tanto, puede que algún día los comités evolucionen gradualmente hasta convertirse en un verdadero foro para debatir ideas constructivas sobre cómo reestructurar las deudas.

Esta es una visión optimista y no significa que los comités deban mantenerse en cualquier circunstancia, o que no deban disolverse o al menos reestructurarse. Sea como quiera, es indudable que desempeñan un papel. A menos que se desee una ruptura total con la comunidad financiera, tal vez convenga no ser demasiado radical respecto a la cuestión de los CAB

## **2. Los problemas con las líneas de crédito de corto plazo**<sup>8/</sup>

En cuanto a las líneas de crédito comercial de corto plazo, se suspendieron de inmediato todos los montos otorgados que sobrepasaban los niveles mínimos establecidos por los acuerdos de reestructuración de la deuda de 1986 con los bancos comerciales del Brasil. Para algunos bancos, los montos pendientes que sobrepasaban estos límites negociados pueden haber sido considerables; sin embargo, en términos generales, no había mucho crédito pendiente en la forma de estas "nuevas" líneas de crédito voluntario de corto plazo.

Por otra parte, algunos bancos brasileños en el exterior habían logrado obtener depósitos de corto plazo de instituciones bancarias y no bancarias en algunos mercados de crédito locales, por ejemplo, en Japón. Estos nuevos depósitos eran voluntarios y no estaban vinculados al llamado "Proyecto D" de líneas de crédito interbancarias surgidos de los acuerdos de reestructuración de la deuda de 1984 y 1986 con los bancos extranjeros.

Las estimaciones de entonces revelaron que las filiales extranjeras de los bancos brasileños habían allegado casi 1.000 millones de dólares de estos depósitos. Los créditos otorgaban liquidez a las filiales dándoles más libertad para llevar a cabo sus operaciones comerciales internacionales. Otra consecuencia inmediata de la moratoria fue el retiro de casi todos los depósitos interbancarios nuevos (es decir, los que sobrepasaban los niveles negociados del "Proyecto D") lo que afectó la liquidez de las filiales y redundó en definitiva en una pérdida de reservas para el Banco Central. Naturalmente que tampoco siguieron aceptándose las letras de crédito de los bancos brasileños sin la confirmación previa de los bancos extranjeros. El efecto práctico de todo lo anterior fue sobrecargar el resto de los créditos comerciales negociados, disponibles y encarecer algo las importaciones.

Además había filtraciones en las líneas de crédito comercial de corto plazo y en las interbancarias de filiales extranjeras de bancos brasileños. Esta situación amenazaba con llevar a la crisis a por lo menos dos grandes bancos oficiales brasileños en el exterior: Banco do Brasil y Banespa. Preocupado por las consecuencias de esas constantes filtraciones, que podían minar seriamente la posición de reservas internacionales del país, el Banco Central instruyó a los bancos brasileños para que adoptaran un plan especial a fin de liquidar esas líneas de corto plazo no renovadas.<sup>9/</sup> La idea era mantener las divisas en la economía brasileña, pero permitir a la vez que los acreedores cambiaran de prestatarios nacionales. En efecto, a los bancos brasileños residentes (incluidos los bancos extranjeros autorizados para operar en Brasil) y las filiales ex-

trajeras de los bancos brasileños se les dio instrucciones de amortizar sus líneas de crédito en la cuenta del Banco Central de Brasil en Nueva York. El Banco Central lo abonaría entonces en la cuenta del banco extranjero. Este procedimiento afectaba sólo las líneas de crédito comprometidas en virtud de los llamados Proyectos "C" de crédito comercial y "D" de crédito interbancario convenidos con los bancos como parte de los acuerdos de reprogramación de la deuda de 1984 y 1986. Los créditos otorgados voluntariamente por sobre estos montos, u otorgados por bancos que no participaban en los acuerdos, podían amortizarse normalmente. Como precedente de este tipo de medidas, cabe destacar que un plan similar fue adoptado por los bancos de Nueva York durante la crisis financiera de 1907 en los Estados Unidos.

El examen más detallado del funcionamiento del mercado cambiario brasileño ofrece un mejor conocimiento de estos mecanismos. El mercado está controlado, y se supone que los bancos poseen una autorización específica del Banco Central para operar en él. Los exportadores e importadores operan por intermedio de los bancos autorizados que negocian y liquidan los contratos de divisas.

Los bancos tienen que mantener su posición de divisas dentro de límites muy estrechos, es decir, no pueden sobrepasar la cifra de 1 millón de dólares en divisas compradas o vendidas. Rebasados estos límites, tendrán que vender el excedente al Banco Central si han comprado en exceso (transferencias) o adquirirlas de éste (cobertura). Estas liquidaciones tienen lugar al término de cada día hábil, conforme a la posición neta del banco. La posición se calcula sumando todas las compras y ventas al contado y a plazo.

Todas las ventas son al contado. Los importadores están facultados para adquirir divisas sólo a su vencimiento para pagos en el exterior; en los casos de financiamiento de importaciones, al vencimiento del crédito, y en el caso de las letras de crédito, también a su vencimiento. Las remesas de los intereses y el principal pueden efectuarse exclusivamente según las condiciones de amortización de los préstamos. Las remesas de utilidades y dividendos o las repatriaciones de capital pueden efectuarse en todo momento, contra la presentación del "certificado de registro" en el Banco Central. Los pagos por servicios y otras rubros se rigen por reglamentaciones especiales del Banco Central. Por ende, una línea de créditos para la importación beneficia la posición en reservas internacionales del Banco Central porque posterga los pagos (coberturas).

Por otra parte, al Banco Central le interesa que los exportadores cierren contratos de divisas a plazo, porque aumenta la posición "compradora" de los bancos autorizados, la que están obligados a vender al Banco Central. Como todavía no cuentan con las divisas, utilizan líneas de crédito de bancos extranjeros a fin de entregar dólares al Banco Central a cambio de moneda nacional. Este procedimiento anticipa la afluencia de divisas proveniente de las exportaciones. He aquí por qué las líneas de créditos son tan importantes.<sup>10/</sup>

Cuando los bancos extranjeros acortaron drásticamente los plazos de las líneas de crédito a un promedio de 30 días o menos en represalia por la

moratoria, socavaron la estructura mencionado. Esta actitud afectó seriamente a los créditos previos a la exportación que requerían vencimientos a más largo plazo (habitualmente entre 60 y 180 días). En consecuencia, los bancos autorizados tenían adquirir dólares a plazo y venderlos al contado al Banco Central. En efecto, a los bancos les iba a escasear el monto de divisas si las líneas de crédito vencían antes que sus contratos de divisas.<sup>11/</sup>

Para contrarrestar esta situación, el Banco Central decidió abrir una línea especial de crédito para los departamentos cambiarios de los bancos locales brasileños (Circular Nº 1163) que permitiera la continuación de los créditos previos a las exportaciones y también a las exportaciones. En otras palabras, evitaba el bloqueo de las exportaciones debido al acortamiento del plazo del crédito. En marzo de 1988, esta línea crediticia rotatoria ascendía a 700 millones de dólares. La creación de este mecanismo otorgó más independencia al país respecto a su capital de operaciones en divisas. También fue importante para las exportaciones, porque suministró moneda nacional para el capital de operaciones de los exportadores. Sin embargo, no pudo evitar reducir las reservas del Banco Central. Para superar este segundo problema, hubo que tomar medidas adicionales.

En realidad, el Banco Central había pensado introducir medidas especiales entre marzo y abril, como parte de un plan de emergencia. Aunque las medidas jamás se aplicaron debido a que en definitiva se calmó la situación en los mercados cambiarios, vale la pena mencionarlas de paso.

Se pensaba, por ejemplo, imponer un tipo de condicionalidad para poder operar contra los créditos de comercio depositados en el Banco Central, de modo que pudieran ser usado sólo en apoyo directo de las "transferencias". Esto impediría que los bancos extranjeros hicieran jugadas cuestionables conforme a las normas establecidas para los créditos de corto plazo. En cuanto a los créditos interbancarios, si el banco extranjero solicitaba girar fondos para efectuar una colocación en un banco brasileño en el exterior, se pagarían los recursos directamente a este último. Así podría evitarse la anulación del crédito.

En todo caso, las iniciativas que se introdujeron en la práctica causaron una sensación de angustia en los círculos financieros. Con posterioridad, y sobre todo cuando la comunidad financiera internacional se convenció de que la moratoria terminaría y se reanudarían los pagos de la deuda externa, los mercados crediticios de corto plazo para el Brasil se tranquilizaron. Como norma los bancos mantuvieron las líneas de crédito al nivel aproximado de los compromisos establecidos en el acuerdo de reprogramación de 1986. El cuadro 2 muestra niveles mayores y crecientes de créditos comerciales a comienzos de 1987 y una disminución permanente durante todo el resto de ese año.

La explicación del volumen extraordinariamente elevado de crédito comercial a comienzos de 1987, a pesar del impacto negativo de la moratoria, estriba en la transferencia de compromisos crediticios desde las líneas interbancarias del "Proyecto D" a las líneas comerciales del "Proyecto C" efectuadas como parte del acuerdo de reprogramación de septiembre de 1986. Estas transferencias pudieron materializarse porque una parte del principal de los

préstamos de mediano plazo adeudados a los bancos brasileños en el exterior se estaba amortizando realmente conforme a dicho acuerdo. Por ende, los incrementos del "Proyecto C" eran compensados por las disminuciones del "Proyecto D". No obstante, desde abril en adelante hubo señales evidentes de filtraciones (cuadro 2).

La moratoria no discriminaba entre los bancos extranjeros y los bancos brasileños en el exterior. Como estos se habían concentrado notoriamente en la concesión de préstamos a prestatarios brasileños, se vieron más afectados por la suspensión de los pagos de intereses.

En realidad, se barajó la idea de discriminar a favor de los bancos brasileños, pero las cláusulas de prorrateo de los contratos de préstamo internacionales constituían un poderoso impedimento. Para octubre de 1987 los bancos brasileños estaban prácticamente sin fondos, y algo tenía que hacerse. El Banco Central contempló un plan que los autorizaría a remesar divisas a fin de aumentar la base de capital de sus filiales. Sin embargo, al hacerse evidente que la moratoria estaba llegando a su fin, debido a los considerables progresos de las negociaciones con los bancos para llegar a un acuerdo provisorio de financiamiento, no se justificaba tomar medidas.

Por último, cabe señalar que no se sabe que los bancos comerciales hayan aumentado sus compromisos en el Brasil durante la moratoria, incluso respecto a los créditos de corto plazo, cuyos costos, como es natural, aumentaron. Las líneas de crédito comerciales e interbancarias comenzaron a renovarse a un costo mayor de alrededor de 75 puntos básicos ("*basis points*"), en comparación con los existentes en enero (no existen estadísticas oficiales de dichos costos).

### **3. Defensa de las reservas**

Los problemas de los créditos de corto plazo afectaron las reservas. Por una parte, la reducción del plazo de los vencimientos de los créditos comerciales impulsaron al Banco Central a abrir líneas de crédito para que los bancos brasileños adquirieran contratos de exportación a largo plazo. En consecuencia, las divisas generadas por las exportaciones que recibía el Banco Central sufrieron una postergación.

Por otra parte, los depósitos de corto plazo que el Banco Central colocaba en los bancos brasileños del exterior ya no estaban disponibles de inmediato dada la inestabilidad de las líneas crediticias interbancarias. En efecto, estos recursos se bloquearon hasta que la situación volvió a la normalidad. Asimismo, el Banco Central tenía que reciclar líneas de crédito a favor de algunos de estos bancos. Ambos factores contribuían a una pérdida temporal de reservas líquidas.

Las autoridades no intuían una amenaza real a las reservas del Banco Central. No obstante, se depositaron reservas en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), donde se consideró que estaban a buen resguardo del embargo. Pero esto significaba una pérdida marginal de ingresos por concepto de intereses de las colocaciones de las reservas en divisas del Banco Central.

En períodos de relaciones tensas con los bancos comerciales siempre ha habido preocupación por los embargos de reservas. Empero, los gobiernos de los países industrializados jamás consideraron seriamente la posibilidad de embargar reservas internacionales. La historia parece indicar que sólo en una grave confrontación política podría ocurrir un embargo de esta índole, como los casos de Libia e Irán contra los Estados Unidos y de Argentina contra el Reino Unido.

En general, el Banco Central evitaba depositar las reservas en los bancos comerciales. El gobierno temía que se aplicara la táctica de cobro compulsivo "set off" que estaba legalmente a disposición de ciertos bancos.<sup>12/</sup> Pero más allá del peligro del cobro compulsivo, había también el riesgo de un embargo.<sup>13/</sup> Las disposiciones legales de los acuerdos de reestructuración de la deuda comercial de febrero de 1983, 1984 y 1986 eran engañosos. Sus disposiciones podían permitir el embargo prejudicial de los activos comerciales del Banco Central de Brasil.

Sin embargo, subsistía la interrogante de si debían considerarse las reservas internacionales como activos comerciales. Conforme a la ley brasileña, y habida cuenta del régimen cambiario monopolístico del Banco Central, las reservas internacionales eran de propiedad del Gobierno Federal y cuyo depositario era el Banco Central. Por ende, en este caso, las reservas se beneficiarían de la inmunidad soberana y no podrían embargarse ni antes ni después de un fallo. Sin embargo, esta interpretación no estaba libre de controversia y el GOB no podía correr el riesgo de que un banco consiguiera recurrir a la cláusula del embargo prejudicial para asegurar el dinero depositado en los bancos comerciales.

Pese a lo expuesto, no cabía concebir medida defensiva alguna que pudiera evitar el peligro del embargo de fondos provenientes de exportaciones efectivamente "en tránsito" antes de llegar a las cuentas del Banco Central. Todas las transacciones de esta naturaleza estaban expuestas a este riesgo permanente.

Otro problema se refería a la necesidad de mantener cuentas en el exterior para recibir los pagos corrientes. La práctica común del Banco Central de Brasil era tener un banco agente para canalizar sus cuentas por cobrar y pagaderas en cada moneda. El problema principal era con la institución depositaria de los dólares estadounidenses, porque más de 90% de los pagos e ingresos en el exterior del Banco Central de Brasil estaban denominados en esa moneda.

Durante la crisis de 1983, la institución depositaria de los dólares estadounidenses era la sucursal del Banco do Brasil en Nueva York. Sin embargo, esta rama no sólo estaba muy afectada por la crisis en los mercados interbancarios, sino que dependía además de un banco de compensación estadounidense; en consecuencia, se volvió impracticable que el Banco do Brasil actuara como institución depositaria de las transacciones extranjeras. Dicha tarea se le asignó a un banco importante, que había mostrado un gran interés en desempeñar esa función.

Asimismo cabe señalar que una parte sustancial de los pagos e ingresos de Brasil durante el año crítico de 1983 se canalizaba por intermedio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. En el Sistema de la Reserva Federal no existía el peligro del cobro compulsivo de los embargos. En 1987, no obstante, la relación del GOB con el Sistema de la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos no era tan amistosa como había sido en 1983. Por tanto, el Brasil decidió buscar un acuerdo bilateral con un banco comercial que era ahora la institución depositaria de los dólares estadounidenses del país, mediante el cual esta institución manejaría las divisas del Banco Central, sin la amenaza de un cobro compulsivo. El banco reaccionó positivamente frente a esta idea, pero no estaba dispuesto a firmar un memorando de entendimiento sobre el asunto. El resultado fue un acuerdo caballeroso, que demostró ser bastante exitoso. En cuanto a las demás divisas, a saber el yen japonés, el marco alemán, el franco suizo y la libra esterlina, las sumas involucradas eran demasiado exiguas como para estimular acciones de represalia.

El Brasil jamás encaró una verdadera amenaza de embargo o cobro compulsivo de las reservas en divisas del Banco Central. Interesa tener presente que un embargo exigiría implícitamente que el GOB se declarara oficialmente en incumplimiento de pagos. Durante la moratoria de 1987, la clasificación del GOB según las instituciones reguladoras estadounidenses era de "valor deteriorado", lo que significaba que eran pocas las reservas para pérdidas por préstamos que tenían que hacer los bancos estadounidenses. Si al GOB se le hubiera atribuido una categoría inferior, cosa que habría ocurrido con cualquier incumplimiento oficial, esto habría apuntado a la necesidad de hacer reservas bancarias adicionales, algo que varios bancos establecidos en las principales plazas financieras no podían entonces permitirse.

No obstante lo expuesto, el Banco Central tuvo conocimiento de unos pocos casos en que las líneas de crédito comercial de corto plazo y los depósitos interbancarios fueron sujetos al cobro compulsivo, pero estas amenazas jamás actuaron directamente sobre las reservas en divisas del Banco Central.

Durante la moratoria, el concepto "liquidez internacional" de las reservas aumentó en 698 millones de dólares, mientras el concepto "liquidez operacional" de las reservas del Banco Central cayó en 152 millones de dólares. Esta baja obedeció a los ajustes que efectuó el Banco Central de este último en junio, julio y agosto de 1987, para excluir las colocaciones hechas en las filiales extranjeras de los bancos brasileños así las como tenencias en oro no destinadas a entrega. Esas exclusiones representaron una reducción de 1.236 millones de dólares. Si no hubiera sido por esos ajustes, el concepto "liquidez operacional" de reserva habría aumentado en 1.083 millones de dólares.

#### **4. Relaciones con los organismos crediticios multilaterales y bilaterales**

Si se excluye el efecto de la retención de los pagos de intereses a los bancos, el Brasil dispuso de un financiamiento mínimo. Las organizaciones multilatera-

les como el Banco Mundial, el FMI y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), recibieron 2.033 millones de dólares como amortización del principal y desembolsaron 1.218 millones de dólares en nuevos préstamos.

Los organismos oficiales de crédito a las exportaciones recibieron 611 millones de dólares en amortizaciones y aportaron sólo 302 millones de dólares en nuevo financiamiento. Por otra parte, los créditos a proveedores — que pueden tener garantías de crédito a las exportaciones— llegaron a 873 millones de dólares en comparación con 457 millones de dólares de remesas de principal reembolsado (cuadro 3).

Tras la moratoria, los desembolsos del Banco Mundial se restringieron a aquellos proyectos en curso. Los desembolsos se aceleraron ligeramente a fines de año, cuando Brasil firmó el acuerdo provisional de corto plazo con los bancos comerciales extranjeros para el pago de los intereses en mora. No obstante, el banco jamás admitió oficialmente la política de vincular sus solicitudes de préstamo a las negociaciones con los bancos privados. Asimismo, se observó un considerable descenso de las operaciones del BID. Sin embargo, esto estaba vinculado evidentemente al estancamiento de las negociaciones con los Estados Unidos para aumentar su capital. Por ende, no es posible poseer un cuadro inequívoco de lo que habría sido la política del BID sobre el Brasil, pero es razonable pensar que no había diferido de la del Banco Mundial.

En cuanto al FMI, conviene añadir algunos breves antecedentes históricos. Desde que se interrumpió, a comienzos de 1985, el Acuerdo con el Servicio Ampliado del Fondo (SAF) suscrito a comienzos de 1984, el GOB no suscribió otros acuerdos con el Fondo. Cuando Funaro asumió el cargo de Ministro de Hacienda en agosto de 1985, inició una campaña en contra de la firma de nuevos acuerdos con el Fondo, pues estimaba que constituían una ingerencia extranjera indebida en los asuntos internos. Sostenía asimismo que esos acuerdos eran desastrosos para la economía brasileña, porque traían la recesión y frenaban el desarrollo económico.

Funaro elaboró a la postre una nueva idea que denominó “contactos redoblados” con el Fondo. Esta iba a reemplazar los acuerdos de derecho de giro del SAF, así como la denominada “supervisión ampliada” de dicho organismo. Hasta entonces todos estos acuerdos constituían una condición obligatoria de los acuerdos plurianuales de reestructuración de la deuda con los bancos y el Club de París. Como es natural, la política de “contactos redoblados” no iba a obtener nuevos recursos de Fondo.

Los organismos de crédito bilaterales siguieron aportando sólo un mínimo de financiamiento directo. Esto se debió al impacto de la moratoria y a la delicada relación del GOB con el Club de París. Las negociaciones de enero con el Club habían sido difíciles por muchas razones. En primer lugar, y como ya se mencionó, tras una fuerte resistencia, y gracias a la intervención del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, el Club aceptó refinanciar el principal que vencía en el primer semestre de 1987, sin que se acordara previamente un programa de ajuste con el FMI. En segundo lugar, aceptó también un plazo de amortización de cinco años y medio. Este fue un hecho im-

portante, puesto que el Club había venido insistiendo en endurecer más el trato que las condiciones de una reprogramación negociada sin posiciones unilaterales. Por ello, el Club había estado dispuesto en un principio a otorgar plazos de amortización de sólo 18 a 24 meses. Los negociadores del Club de París se sintieron tan disgustados por los plazos convenidos que, al término de las reuniones de enero de 1987, su presidente envió una carta a la delegación brasileña, donde se expresaba que toda negociación futura entre el GOB y el Club de París tendría que ajustarse a las normas tradicionales. Esto, por cierto, significaba un acuerdo previo de crédito con el FMI. La delegación brasileña rechazó la carta del Club. Huelga decir que el Secretario del Tesoro estadounidense, James Baker, no celebró la decisión de Funaro de entrar en una moratoria con los bancos, sólo 20 días después de que había empleado sus buenos servicios para que el Brasil consiguiese un difícil acuerdo con el Club de París.

En suma, el Brasil se hallaba ahora en malos términos con el Club. Incluso después de suscrito el acuerdo, los organismos crediticios de los gobiernos acreedores no reabrieron el financiamiento de las exportaciones a los prestatarios brasileños ni tampoco las autoridades de estos gobiernos desplegaron una posición neutral frente a la moratoria, aunque el Brasil otorgó una prioridad relativa al servicio de las deudas oficiales.

##### **5. Impacto sobre los prestatarios finales**

Se reitera que la moratoria fue un ejercicio del mercado cambiario. No afectó las obligaciones de los prestatarios finales para servir la deuda en su equivalente en moneda local. Por ende, se supone que los prestatarios nacionales siguieron cumpliendo con sus contratos de divisas relativos al pago de obligaciones en el exterior. Sin embargo, en vez de hacer remesas al exterior depositaban el dinero en el Banco Central en una cuenta abierta a nombre de los acreedores.

Hubo incumplimientos masivos por parte de los prestatarios del sector público (gobiernos estatales, municipalidades y empresas de propiedad estatal). Este hecho no era nuevo. Tales incumplimientos existían desde el principio de la crisis de la deuda en 1982 y sólo venían a reforzar la idea naciente de que, en Brasil, la crisis de la deuda externa era y es primordialmente un problema fiscal y no un problema de balanza de pagos.

Como siempre, el Gobierno Federal cubría los incumplimientos en moneda nacional porque había garantizado la mayoría de la deuda externa del sector público. Interesa señalar que la emisión de dinero por el Banco Central para financiar las garantías otorgadas por el Gobierno Federal a los empréstitos externos de las entidades públicas o privadas sólo resulta inflacionaria si la deuda externa se paga realmente. En caso contrario, como en el de la moratoria, no existe una expansión monetaria neta.

Cuando la deuda externa se paga mediante la creación de dinero, el dinero creado se utiliza para comprar divisas a los exportadores. Es esta compra de divisas lo que causa la expansión monetaria neta. Si el dinero creado vuelve directamente al Banco Central y se abona a una cuenta abierta a nom-

bre del acreedor, entonces no hay una creación de liquidez neta en la economía. Empero, nótese que podrían generarse presiones inflacionarias si los pagos se efectuaran en moneda nacional, como por ejemplo, mediante una renovación de préstamos al sector privado o una conversión de deuda en capital.

#### **6. Fuga de capitales y problemas con la inversión extranjera directa**

Las cifras sobre el tipo de cambio paralelo en términos de su prima sobre el cambio oficial apuntan a la inexistencia de una fuga extraordinaria de capital durante la moratoria (cuadro 4). Se consideró que el porcentaje diferencial mínimo para que funcione el mercado paralelo era de 25%, considerándose que lo normal era que los diferenciales oscilaran entre 25 y 40%. Los altos niveles registrados el segundo semestre de 1986 revelan una demanda decreciente de moneda nacional como consecuencia de las bajas tasas de interés internas y la inflación creciente durante el Plan Cruzado.

La inversión extranjera directa no reaccionó de manera exagerada frente a la moratoria. Hubo discusiones entre funcionarios del Ministerio de Hacienda y del Banco Central sobre la conveniencia de ampliar la moratoria a las remesas de utilidades y dividendos y a la repatriación de capital extranjero. Se decidió no ampliarla, pero mantener en cambio una estrecha vigilancia de las operaciones cotidianas. Tras un par de semanas, quedó en claro que no se justificaba el temor de una corrida del capital de control extranjero. El cuadro 5 ratifica esta observación.

#### **7. Asesores extranjeros**

Entre mayo y junio de 1985, el Banco Central contrató los servicios de la oficina de abogados de Washington Arnold y Porter como sus asesores legales en asuntos de deuda externa. Esta empresa proporcionó asesoramiento jurídico general al Banco Central, incluso sobre situaciones relativas a otros países fuera de los Estados Unidos, gracias al uso de oficinas homólogas extranjeras asociadas.

Arnold y Porter tuvo gran importancia, no sólo en cuestiones legales sino también en el proceso propiamente tal de negociaciones con los bancos. Esta oficina colaboró en la preparación de declaraciones así como en las discusiones mismas. Además, participó en la elaboración de enfoques del problema, y ayudó a comprender mejor las reacciones oficiales estadounidenses frente a la moratoria y a su solución.

Desde el punto de vista técnico, Arnold y Porter asesoró al Departamento Jurídico del Banco Central, encargado de prestar asistencia legal a la Junta del Banco y al Ministerio de Hacienda. Este trabajo conjunto se tradujo en un esfuerzo de cooperación exitoso.

En 1986 y 1987 el gobierno había analizado los pros y los contras de contratar los servicios de un banco de inversiones para que prestara asistencia al Banco Central, sin llegar a una conclusión definitiva sobre lo que debía hacerse. Dos bancos de inversiones expresaron su interés explícito en trabajar para el Brasil. Sin embargo, la mayoría de los funcionarios del Banco Central

se había opuesto a contratar un banco de este tipo como asesor permanente, puesto que no iba a agregar nada a las operaciones cotidianas, los análisis de datos económicos, las proyecciones de necesidades financieras o la elaboración de estrategias. Además, el uso de un banco de inversiones — que se considera como un rival— irritaría a los bancos comerciales, sin lograr ninguna ventaja perceptible para el GOB.

No obstante, los bancos de inversiones fueron importantes en la práctica. A través de conversaciones y contactos informales mantuvieron al corriente al Banco Central sobre el clima que reinaba en el mercado de capitales frente a la deuda de los países en vías de desarrollo, así como en relación con las múltiples innovaciones financieras y tecnicismos tales como normativas tributarias y procedimientos de auditoría. Para ofrecer un intercambio de deuda por bonos, se habrían necesitado bancos de inversión para que trabajaran en la preparación y emisión de los títulos. El GOB no podía depender íntegramente de los bancos comerciales para todos estos asuntos.

No se estudió la posibilidad de celebrar consultas con organizaciones multilaterales. Este tipo de ayuda es más apropiada para países más pequeños, con escasez de profesionales calificados o de organizaciones nacionales que puedan llevar a cabo las operaciones necesarias.

## **8. Consultas con otros gobiernos**

### **a) Contactos con Argentina y Perú**

Se sostuvieron algunas consultas con Perú y Argentina.<sup>14/</sup> Dos funcionarios públicos brasileños fueron enviados a Lima a fines de 1986. Su misión consistía en averiguar con qué problemas tropezaban los peruanos por haber interrumpido los pagos a los bancos, y las contramedidas que habían aplicado. En efecto, era una tentativa de verificar la eficacia práctica de las medidas de protección que estudiaba el Banco Central en el caso de que el Ministerio de Hacienda decidiera declarar una moratoria.

En cuanto a la Argentina, los gobiernos de ambos países estaban muy involucrados en un esfuerzo de integración económica y política. Además, se estaban reforzando los contactos entre funcionarios del Ministerio de Economía y del Banco de la República de este país, por una parte, y del Ministerio de Hacienda y del Banco Central del Brasil, por la otra. A principios de 1987, estos contactos seguían estrechándose. Lamentablemente, inmediatamente después del anuncio de la moratoria brasileña, el gobierno argentino suscribió un acuerdo de reestructuración de la deuda con los bancos que no mejoró precisamente el poder negociador de Argentina o Brasil.<sup>15/</sup>

No obstante, durante el resto de 1987 se intensificaron los contactos entre ambos países y, a fines de año había conversaciones francas acerca de las posibles posiciones unilaterales sobre la deuda externa. Esas conversaciones eran oficiosas y se celebraban entre funcionarios de rango subalterno, es decir, directores del Banco Central, jefes de departamento y equivalentes, por lo que a nivel ministerial se sabía poco o nada de las mismas. Dichas conversaciones eran ocasionales y se hacían al alero de las reuniones destinadas a tra-

tar cuestiones de integración económica. Había un intercambio permanente de puntos de vista sobre el tema de la deuda, realizándose consultas entre los bancos centrales, antes de sostener reuniones importantes con los bancos y el Club de París y durante las reuniones anuales del Banco Mundial y del FMI.

Ya para fines de 1987, era claro que Argentina no podría mantenerse al día en los pagos convenidos en el acuerdo de reestructuración suscrito con los bancos a comienzos de año. El Brasil se hallaba todavía en mora. Había conversaciones informales respecto a la posibilidad de que la Argentina se sumara al Brasil en la suspensión unilateral de pagos. Se estudiaba la posibilidad de que ambos países se suministraran recíprocamente materias primas y bienes de capital en el caso de que los países industrializados iniciaran boicot o embargos. La existencia de estas serias conversaciones entre Bresser Pereira y el Ministro de Hacienda argentino Juan Sourrouille, y entre los presidentes Sarney y Alfonsín, fueron reveladas más tarde por Bresser Pereira.<sup>16/</sup> Por cierto que jamás llegaron a concretarse en una acción conjunta, en parte por la erosión de la posición interna de ambos equipos económicos.

#### b) El cartel de deudores

Al parecer el obstáculo primordial para una acción conjunta entre deudores estriba en el problema de la soberanía. Mientras los bancos son entidades comerciales con intereses definidos en el mundo de los negocios y pueden actuar fácilmente como un cartel, los gobiernos en cambio son entidades políticas con intereses más complejos.

El Brasil, por ejemplo, ha sido considerado siempre en América del Sur como una potencia imperialista, y ha existido recelo por parte de otros países, y es difícil que sus líderes políticos se involucren en una iniciativa internacional que se comprometa demasiado con este país. Por ejemplo, es difícil pensar que Venezuela o incluso Argentina vayan a construir realmente un frente común duradero con Brasil. En cambio, México es evidentemente un caso especial, puesto que comparte su frontera septentrional con los Estados Unidos.

Asimismo, los países cambian más a menudo de gobierno que los bancos. Cada gobierno tiene su propia estrategia e ideología, contando con funcionarios de la confianza del gobierno en puestos clave, con lo que se pierden los contactos y se debilita la cooperación.

El Grupo de los Ocho y el Consenso de Cartagena han representado los mejores esfuerzos para fortalecer la posición común de los países latinoamericanos endeudados. Sin embargo, careció de una secretaría eficaz que reemplazara la inestabilidad de los gobiernos de dichos países.<sup>17/</sup>

Otra razón que explica que no se haya formado un cartel de deudores es la capacidad de los bancos y del gobierno estadounidense para convencer a los diversos países de que les va a ir mejor si negocian en forma bilateral que en un frente común. A su juicio, la situación financiera de esos países tendría que empeorar drásticamente para que se vieran impulsados a formar un cartel. Además, los países de América Latina difieren en cuanto a estructura económica, corrientes y composición del comercio internacional, grado de indus-

trialización, etc. Esto crea una mezcla heterogénea de intereses políticos y económicos internacionales que son difíciles de coordinar.

#### IV. Costos y beneficios de la moratoria

La moratoria brasileña no trajo consigo todos los beneficios previstos, puesto que el gobierno no mostró una decisión firme de perseguir sus objetivos financieros externos o de implantar la necesaria austeridad fiscal en el frente interno. Más aún, el gobierno no pudo subsanar el problema del excedente monetario. En otras palabras, tanto el monto nominal como la velocidad de transacción de los activos monetarios indizados y líquidos del gobierno estaban erosionando la eficiencia de los instrumentos tradicionales de la política monetaria y fiscal.

Otro problema consistía en que el gobierno brasileño no gozaba de mucho apoyo interno. En efecto, algunos segmentos importantes de la sociedad brasileña se hacían eco incluso de las quejas de los banqueros internacionales acerca de la suspensión de pagos.

La moratoria brasileña se interrumpió de hecho a comienzos de enero de 1988. Los bancos estadounidenses, así como las autoridades normativas estadounidenses, entendieron que el acuerdo de financiamiento provisorio firmado con los bancos en diciembre de 1987 significaba que el Brasil volvería a pagar sus intereses oportunamente a partir de enero.

Aparte de amenazar con rebajar de categoría toda la deuda internacional brasileña, el gobierno estadounidense recurrió a otros instrumentos para presionar al gobierno brasileño a llegar a firmar un acuerdo. Entre estos figuraban vagas referencias a restricciones comerciales. Es difícil entender por qué el GOB se "asustó" tanto con las amenazas del sector oficial. Era imposible que la rebaja de categoría de la clasificación de riesgo de la deuda brasileña fuera un problema serio en momentos en que la solvencia internacional de Brasil alcanzaba su nivel más bajo en dos decenios.<sup>18/</sup> En cuanto a las amenazas relativas al comercio, de materializarse, deberían haber sido manifiestas y claras. Siempre habría un espacio para entablar defensas políticas y jurídicas. En efecto, por el hecho de ser tan polémicas, las posibilidades reales de que provocaran daño eran exiguas.

Independientemente de las razones que explican la retirada de enero de 1988 del GOB, no es menos cierto que la moratoria brasileña mostraba indicios de debilidad desde mediados de 1987. Esta es la razón fundamental de por qué es difícil sacar conclusiones sobre los costos y beneficios de la moratoria brasileña de 1987.

Respecto a la pregunta sobre los costos de la moratoria, una estimación del Banco Central de mediados de 1988 mostraba una salida de efectivo bruta de unos 5.200 millones de dólares. El cálculo consideraba los siguientes rubros:

- i) pérdida parcial de liquidez de las reservas internacionales;

- ii) reducción de los rendimientos de las reservas en divisas del Banco Central;
- iii) pérdida y encarecimiento de las líneas de crédito de corto plazo;
- iv) bloqueo de préstamo por parte del Banco Mundial y de los organismos de financiamiento de las importaciones y de los organismos bilaterales de crédito a las exportaciones;
- v) bloqueo de algunos préstamos que estaban estructurándose a comienzos de año por parte de fuentes públicas y privadas, en su mayoría para las empresas estatales brasileñas.

Por otra parte, se ahorraron 4.500 millones de dólares por concepto de intereses que no se transfirieron a los bancos. Por tanto, el costo neto de la moratoria para el Brasil fue de unos 700 millones de dólares en 1987. Esto significa que sin una moratoria Brasil podría haber ahorrado ese año unos 700 millones de dólares en transferencias al exterior.

No obstante, estos cálculos son discutibles, puesto que se basaron en hipótesis sobre préstamos futuros que dependían de ciertos supuestos acerca del curso de la política macroeconómica. Son bien conocidas las limitaciones políticas y sociales que impedían que ese curso fuera claro y decisivo. Por ende, es probable que incluso si Brasil hubiera estado al día en sus pagos de intereses a los bancos, jamás se habría concretado un mayor financiamiento. En efecto, la transferencia excesiva de recursos que entrañaba la reestructuración ortodoxa de la deuda habría impedido por sí sola una política macroeconómica estable así como el cumplimiento de las metas de ajuste oficiales. Dentro de este marco, y bajo ciertos supuestos, la moratoria podría haber producido una reducción neta de transferencias potenciales financieras al exterior de 1.400 millones de dólares en vez de un aumento neto de 700 millones de dólares.

En todo caso, ambos escenarios pecan de una simplificación excesiva del problema. La moratoria brasileña no duró lo suficiente como para ofrecer un panorama claro de las pérdidas potenciales involucradas en una situación de real estancamiento o producir los efectos positivos de levantar las restricciones a la inversión y el crecimiento que habían limitado las actividades económicas del Brasil en los años ochenta.

Por ejemplo, tras la conmoción inicial de la moratoria, que indujo cierto pánico en los círculos bancarios y una restricción de las líneas de crédito de corto plazo, los mercados se calmaron. Las medidas preventivas tomadas por el Banco Central demostraron ser adecuadas frente al riesgo de que se agotaran las líneas de crédito debido a la declaración de la moratoria. En efecto, una vez que los mercados se estabilizaron, el Banco Central moderó incluso algunas de estas medidas. El interrogante de cuál eficaces habrían sido los instrumentos compensatorios de empeorarse la situación de mercado es materia de especulación. En suma, los planes elaborados para defender las líneas de crédito no habían sido probados en situaciones de extrema tensión.

Por otra parte, las verdaderas ventajas de la moratoria vendrían con el tiempo. Las fuentes oficiales de financiamiento, como el Banco Mundial y el FMI, tenían una capacidad muy limitada para transferir recursos. El Banco

Mundial y el BID no pudieron mantener un flujo de caja anual positivo con Brasil durante largos períodos. Cuando más sólo pudieron generar una transferencia significativa por uno o dos años y en ese caso sólo después de un enorme esfuerzo. Además, los desembolsos dependían del cumplimiento de la condicionalidad, cosa difícil de realizar si las metas se basaban en transferencias de recursos al exterior faltas de realismo.

Respecto a los organismos de crédito a las exportaciones, sus préstamos están vinculados al financiamiento de las importaciones de un país. A su vez, esto depende de nuevas inversiones internas, lo que exige un monto sustancial de recursos para cubrir los costos locales. El gobierno brasileño carecía de estos recursos debido a la carga de los pagos de intereses por la deuda pública, tanto externa como interna. Por cierto que ésta última creció como resultado de la transferencia real de recursos al exterior durante los años ochenta.

Los problemas vinculados con la transferencia real de recursos creó un círculo vicioso que sólo podía romperse de dos maneras:

- i) mediante un gran incremento de la carga tributaria interna neta, o
- ii) mediante una reducción drástica de los pagos de la deuda.

Es en este último aspecto donde la moratoria podía servir realmente. Podía levantar las restricciones reales de recursos de mediano plazo sobre la economía y permitir que escapara al círculo vicioso mencionado.

Cuando se declaró la moratoria el 20 de febrero, la mayoría de los bancos y los gobiernos de los países industrializados predijeron que se produciría una crisis cambiaria en poco meses, seguida de una crisis fiscal con inflación galopante. La primera predicción resultó errada. El Banco Central logró convencer tanto a Funaro como a Bresser Pereira de la necesidad de evitar toda posibilidad de una crisis cambiaria manteniendo la devaluación del tipo de cambio del Banco Central frente a la tasa de inflación. Sin embargo, se tuvo razón cuando pronosticaron problemas con las finanzas públicas. Esta falta de disciplina financiera del sector público brasileño impedía toda posibilidad de acercarse a las organizaciones multilaterales, como el FMI y el Banco Mundial, en búsqueda de apoyo financiero.

Este aspecto debe tenerse muy en cuenta para que una moratoria o una solución unilateral del problema de la deuda externa tenga éxito. Costa Rica y Bolivia, por una parte, y Perú por otra, ofrecen buenos ejemplos.<sup>19/</sup> Los tres suspendieron los pagos de su deuda externa. Bolivia realizó una recompra de gran parte de su deuda en 1988-89 al 11% de su valor nominal. Costa Rica suspendió los pagos por cuatro años antes de llegar a un acuerdo con los bancos comerciales a fines de 1990. Los programas económicos de ambos países son respetados y han podido conseguir empréstitos regularmente de las organizaciones multilaterales así como de los organismos crediticios bilaterales.

Perú también recurrió a la suspensión unilateral de pagos de la deuda externa, pero con dos diferencias importantes. Una fue el anuncio oficial: lo que los costarricenses y bolivianos hicieron sin alarde, los peruanos lo hicieron como si fuera la guerra de independencia. La otra se refirió a la política fiscal interna. Costa Rica aplicaba medidas serias para controlar su desequili-

brío fiscal. La política fiscal de Bolivia era muy austera y había logrado poner término a la hiperinflación. En cambio, el desorden financiero interno del Perú llevó la inflación a una cifra superior a 1.000% anual. Con la hiperinflación, cayó la inversión nacional y extranjera, disminuyeron los salarios reales y se generalizó el desempleo. El gobierno peruano carecía absolutamente de credibilidad internacional y no podía solicitar créditos ni a las organizaciones multilaterales ni a los organismos crediticios bilaterales.

Naturalmente que estos tres ejemplos tienen sus aspectos particulares que no permiten hacer generalizaciones. Por ejemplo, la deuda oficial de Bolivia se concentraba en países vecinos, sobre todo en Argentina y Brasil, con intereses políticos obvios en ese país. Costa Rica se beneficiaba de su tamaño reducido e importancia geopolítica como vecina de la Nicaragua sandinista y de un El Salvador asolado por la guerra.

Es fácil comprender por qué el mundo industrializado reacciona con tanta energía contra los países de medianos ingresos que toman medidas unilaterales respecto a la deuda externa. Sin embargo, es indudable que estas respuestas negativas son más enérgicas y más duras cuando el desorden económico interno acompaña a la moratoria del servicio de la deuda externa.

No tiene sentido que los países de medianos ingresos pidan indulgencia para sus problemas de deuda externa. Incluso en una moratoria, se puede conseguir credibilidad si el gasto público es austero y beneficia en su mayoría los pobres; si existe un sentido de responsabilidad ambiental, una política económica racional y más libertad en la economía, y si se reducen las desigualdades de ingreso y vuelve la inversión privada. Con políticas económicas tan sólidas, tarde o temprano, las organizaciones multilaterales cooperarían con el país en cuestión. De ahí en adelante, adquirir solvencia sería sólo cuestión de tiempo.

## V. Conclusiones

El 5 de julio de 1985, la División de Asuntos Internacionales del Banco Central de Brasil distribuyó un estudio interno sobre política relativa a la deuda externa en que advertía al gobierno que las acciones unilaterales iban a representar más costos que beneficios. Citaba también el ejemplo del fracaso argentino, en 1984, para confrontar a la comunidad financiera internacional, y mencionaba que como consecuencia de una eventual moratoria Brasil encargaría un empeoramiento general de las condiciones de las negociaciones futuras para lograr un acuerdo con el sector financiero internacional. Además, este "acuerdo futuro" se consideraba "inevitable". La noción de que las élites brasileñas no poseían la determinación necesaria para sostener una confrontación a fondo estaba implícita en el estudio así como la idea de que tarde o temprano el país tendría que volver a las opciones ofrecidas por el plan oficial de la comunidad financiera internacional. El estudio advertía también que el agotamiento de las líneas de crédito de corto plazo interbancarias y comercia-

les erosionarían las reservas internacionales, debilitarían la posición de los bancos brasileños en el exterior, perturbarían el flujo regular de materias primas y de bienes intermedios a los mercados nacionales y, por último, afectarían el desempeño de las exportaciones.

Pese a lo que se pueda decir en el futuro, la experiencia de 1987 demostró que las preocupaciones y advertencias eran en gran medida infundadas. En cambio, el estudio fue muy certero con respecto a las perspectivas de una falta de confianza de parte de las élites que estaban en el poder en el Brasil, que carecían realmente de la determinación necesaria para soportar un encuentro material con la comunidad financiera internacional.

El gobierno salió de la moratoria sin lograr ningún cambio de fondo en la gestión de la reestructuración de la deuda. Empero, hubo dos progresos legales importantes en el acuerdo provisorio de 1988 con los bancos. Uno fue la liberación formal de las reservas internacionales de toda amenaza de embargo. El otro fue una cláusula que facultaba a Brasil para formular cualquier oferta de recompra que deseara en el mercado secundario de la deuda externa, siempre que se hiciera la misma oferta a todos los bancos. ¿Por qué no prosperó la moratoria brasileña de 1987? ¿Qué se hizo que no debía haberse hecho? ¿Y qué no se hizo que debía haberse hecho? En primer lugar, el diagnóstico macroeconómico del gobierno fue engañoso. Identificó una restricción de la balanza de pagos que no era la preponderante, con lo que la base para las discusiones técnicas pertinentes se hizo más difícil.

En segundo lugar, la moratoria no se acompañó de una combinación austera de políticas monetarias y fiscales. Tanto la mala especificación del argumento macroeconómico como la falta de políticas monetarias y fiscales sensatas impidieron que el Brasil lograra un apoyo eventual de las organizaciones multilaterales.

En tercer lugar, como la moratoria fue casi exclusivamente un ejercicio del mercado cambiario, se tornó más difícil organizar válvulas de escape institucionales. Sólo en noviembre, por ejemplo, apareció la primera resolución del Banco Central sobre la reglamentación de las conversiones de deuda en capital.

El inmovilismo fue la característica del comportamiento brasileño. Ni Funaro, en marzo y abril, ni Bresser Pereira, en mayo o junio, pudieron elaborar propuestas, o un conjunto de nuevos principios, que rigieran posibles negociaciones futuras. Por ende, el gobierno brasileño no sacó partido de las diferentes percepciones y necesidades de los bancos acreedores. No les formuló propuestas factibles que pudieran ser realmente tema de negociación. El ministerio volvió a permitir que el problema lo manejara el Comité Asesor de Bancos, que es el vehículo para transmitir las actitudes más duras contra las posiciones de los deudores.

Por último, cuando finalmente se negoció un arreglo entre agosto y septiembre de 1987 para regularizar los pagos en mora —y se finiquitó el acuerdo provisorio de financiamiento del 15 de diciembre— éste fue el golpe de gracia para la moratoria.

Por tanto, sobre la base de la experiencia brasileña, se puede aventurar la siguiente "receta" para una estrategia que involucre una moratoria:

a) Hágase una evaluación previa y meticulosa de los costos y beneficios de una moratoria. Si la situación se pone tensa, el país deudor no debe vacilar en proceder a la escalada. En principio, no hay motivos para temer represalias políticas o económicas. Las represalias comerciales y financieras son una consecuencia posible, pero hay medios para superarlas.

b) Dispóngase de un buen diagnóstico macroeconómico. Por ejemplo, si la restricción preponderante es de carácter fiscal y no de balance de pagos, la moratoria debería darse en el plano de la moneda nacional, dejando que los mercados cambiarios funcionen normalmente.

c) El equipo negociador debe estar centralizado y bajo la dirección exclusiva del Ministro de Hacienda o del Presidente del Banco Central. No hay mejor manera de debilitar un esfuerzo negociador que permitir luchas burocráticas internas sobre la deuda y responsabilidades conexas.

d) Permítase el máximo margen de maniobra respecto a iniciativas o nuevas propuestas y mecanismos para abordar la deuda. Ofrézcase una lista de opciones, pero una que sea realista y que tome verdaderamente en consideración las restricciones de los deudores.

e) Manténganse abiertos los canales de comunicación con los bancos, gobiernos y organizaciones multilaterales, sin pedirles jamás favores.

f) Dispóngase de una combinación coherente y austera de políticas monetarias y fiscales y, en términos más generales, formúlense políticas macroeconómicas más transparentes. Esto puede estimular la confianza de la inversión privada nacional y extranjera. Al mismo tiempo, debe reinar un sentido de eficiencia económica e interés social en las decisiones sobre gasto público.

g) Por último, no se acepten jamás acuerdos provisionales o de corto plazo que distraigan la atención del objetivo principal de lograr un acuerdo global definitivo que reduzca la deuda y que sólo consiguen retrotraer a la postre las negociaciones a los principios y normas que son del exclusivo interés de la comunidad financiera internacional.

## Notas

- 1/ Para una descripción completa del Plan Cruzado y sus problemas, véase CEPAL (1988a), el capítulo sobre Brasil.
- 2/ Se incluyen como organismos crediticios bilaterales no sólo los organismos como los EXIMBANK de Estados Unidos y Japón, sino también los organismos gubernamentales de seguros de crédito a las exportaciones como COFACE (Francia), ECGD (Reino Unido), etc.
- 3/ Para detalles del Plan Baker, véase CEPAL (1988b).
- 4/ La lista detallada de opciones figura en CEPAL (1988b).
- 5/ Véase el folleto Ministerio de Hacienda del Brasil (1987).
- 6/ Publicado en *Gazeta Mercantil* (1991).

## BREVE HISTORIA DE LAS MORATORIAS BRASILEÑAS

---

- 7/ Véase el Post Scriptum de este mismo artículo.
- 8/ Si bien la moratoria se concentró en los pagos de intereses a los bancos, también produjo efectos en todo el crédito oficial y en el crédito privado de corto plazo.
- 9/ Las instrucciones se transmitieron vía télex desde los Departamentos de Asuntos Internacionales y de la Deuda Externa del Banco Central.
- 10/ Este procedimiento se aplicaba antes de que el nuevo Gobierno de Collor asumiera el mando el 15 de marzo de 1990 y, por ende, antes de la introducción de algunos cambios importantes en la reglamentación del mercado cambiario brasileño. Conforme a las nuevas disposiciones, los tipos de cambio diarios ya no los establece el Banco Central, sino que varían según las fuerzas del mercado. Además, ahora los bancos pueden adquirir cuantas divisas deseen. Por otra parte, el Banco Central no está comprometido a vender al tipo de cambio diario las divisas que se demanden. En efecto, el nuevo sistema pone término a la política de "coberturas". El Banco Central interviene ahora en el mercado para aumentar sus reservas en divisas o evitar la devaluación de la moneda nacional. En este último caso, lo hace mediante una reducción de las reservas. Las intervenciones son ahora una decisión del Banco Central. En el sistema anterior la intervención era automática. El Banco Central fijaba el tipo de cambio diario y, a esa tasa, captaba cualquier oferta excedentaria ("traspasos") o completaba cualquier demanda excedentaria de divisas ("cobertura"). No obstante, los controles cambiarios siguen en vigor. Esto significa que el Banco Central sigue controlando cuales son las transacciones autorizadas en el mercado, en otras palabras, quien puede adquirir divisas y en qué límites.
- 11/ Esta última fecha puede entenderse como la fecha de pago del importador extranjero.
- 12/ El cobro compulsivo es una manera especialmente eficaz en la cual los bancos comerciales pueden atar los depósitos de un país deudor. Para antecedentes sobre cobro compulsivo, véase el artículo de Biggs, en este mismo volumen.
- 13/ El artículo Biggs también examina la cuestión de embargos de activos de un gobierno prestatario.
- 14/ No se hallaron pruebas respecto a si hubo o no consultas entre el GOB y otros gobiernos sobre la decisión de declarar una moratoria del pago de intereses a los bancos.
- 15/ Devlin sostiene que la racha de acuerdos de estructuración de la deuda en América Latina que siguió al anuncio de la moratoria brasileña fue en parte el resultado de "pagos laterales" (side payments) efectuados por los bancos a los países vecinos destinados a aislar al equipo económico brasileño y reducir su poder negociador. Véase Devlin (1989) capítulo 5.
- 16/ *Gazeta Mercantil*, (1991).
- 17/ El Grupo de los Ocho y el Consenso de Cartagena representaron tentativas de organizar posiciones regionales sobre la deuda y otros asuntos económicos internacionales. Para un relato del surgimiento del Consejo de Cartagena, véase Navarrete (1985).
- 18/ Los descuentos de la deuda brasileña que circulaban en los mercados secundarios oscilaban entre 30 y 40%.
- 19/ Para un análisis más detallado de estos casos véanse los artículos de Rodríguez, Cariaga y Figueroa, en este mismo volumen.

**Cuadro 1**  
**BRASIL: DEUDA EXTERNA<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

Tipo de acreedor	Mediano plazo	Corto plazo	Total
Bancos extranjeros	57.288	10.081 <sup>b/</sup>	67.396
Bancos brasileños (filiales extranjeras)	7.317		7.317
Organismos del gobierno <sup>c/</sup> (ya reprogramados en el Club de París)	18.105		18.105
Organizaciones multilaterales	14.372		14.372
(FMI)	(4.526)		(4.526)
(BIRF)	(6.895)		(6.895)
(BID)	(2.309)		(2.309)
(Otras)	(642)		(642)
Créditos a proveedores	2.119		2.119
Bonos	1.843		
Préstamos interempresas	2.872		2.872
Varios	461		461
<b>TOTAL</b>	<b>104.377</b>	<b>10.081</b>	<b>114.458</b>

Fuente: Banco Central del Brasil (1988), "Brazil-Economic Program", vol. 17, p. N.T. 135, junio. Banco Central del Brasil (1989), Boletín mensual, vol. 25, N°s 3 y 4, p. 441, marzo y abril.

a/ Marzo de 1987.

b/ Incluye alrededor de 600 millones de dólares de atrasos en el pago de intereses a la banca comercial. No fue posible desagregar los datos entre bancos extranjeros y brasileños.

c/ Incluye el financiamiento directo más garantías. Las garantías se estimaron por considerar todo el financiamiento de organismos no bancarios.

**Cuadro 2**  
**BRASIL: LINEAS DE CREDITO DE LOS PROYECTOS C Y D<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

Período	Proyecto C <sup>b/</sup>	Proyecto D <sup>c/</sup>	Total <sup>d/</sup>
<b>1986</b>			
Octubre	9.888	5.038	14.926
Noviembre	9.871	5.171	15.042
Diciembre	10.121	4.846	14.967
<b>1987</b>			
Enero	10.151	5.153	15.304
Febrero	10.397	5.012	15.409
Marzo	10.530	4.830	15.360
Abril	10.410	4.871	15.281
Mayo	10.347	4.719	15.066
Junio	10.353	5.006	15.359
Julio	10.344	4.933	15.277
Agosto	10.106	4.855	14.961
Septiembre	9.896	4.818	14.714
Octubre	9.998	4.776	14.774
Noviembre	9.717	4.759	14.476
Diciembre	9.703	4.662	14.365
<b>1988</b>			
Enero	9.658	4.694	14.352
Febrero	9.694	4.656	14.350
Marzo	9.658	4.694	14.352

Fuente: Banco Central del Brasil.

a/ Fines del período.

b/ Los compromisos originales ascendían a 9.841 millones de dólares.

c/ Los compromisos originales ascendían a 5.375 millones de dólares.

d/ Los compromisos originales ascendían a 15.216 millones de dólares.

**Cuadro 3**  
**BRASIL: FLUJOS FINANCIEROS POR TIPO DE ACREEDOR<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Bancos<sup>b/</sup></b>							
Nuevos préstamos	12.185	5.939	6.405	...	...	715	4.240
Amortizaciones	4.808	2.364	...	208	421	1.831	
Interés bruto	9.986	7.926	9.347	8.316	7.559	2.625	10.900
Flujo neto	-2.609	-4.351	-2.942	-8.816	-7.767	-2331	-8941
<b>Organizaciones multinacionales</b>							
Nuevos préstamos	1.495	3.623	3.485	1.232	1.908	1.218	1.912
Amortizaciones	336	410	479	692	1.264	2.033	2.193
Interés bruto	243	337	506	868	1.075	1.157	1.056
Flujo neto	916	2.879	2.500	-328	-359	-1.972	-1.337
<b>Gobiernos</b>							
Nuevos préstamos	874	1070	919	738	293	302	61
Amortizaciones	468	452	184	598	1.075	611	582
Interés bruto	275	283	419	309	587	1.088	1.087
Flujo neto	131	335	316	-169	-1.369	-1.397	-1.608
<b>Bonos y préstamos interempresas</b>							
Nuevos préstamos	570	305	137	306	204	152	100
Amortizaciones	379	581	498	462	690	697	952
Interés bruto	700	399	379	394	392	359	310
Flujo neto	-509	-675	-740	-550	-878	-904	-1.162
<b>Proveedores y otros</b>							
Nuevos préstamos	3.936	749	778	540	754	873	1.128
Amortizaciones	2.107	1.048	974	523	463	457	938
Interés bruto	1.347	1.318	284	631	449	314	483
Flujo neto	482	-1.617	-480	-614	-158	10	-293
<b>Total</b>							
Nuevos préstamos	19.060	11.689	11.724	2.816	3.231	3.260	-441
Amortizaciones	8.098	4.855	2.135	2.275	3.700	4.219	6.496
Interés bruto	12.551	10.263	10.935	10.518	10.062	5.543	13.836
Flujo neto	-1.589	-3.929	-1.346	-9.977	-10.531	-6.502	-12.891

Fuente: Banco Central del Brasil.

a/ Estimaciones del Banco Central do Brasil.

b/ Incluye filiales extranjeras de bancos brasileños.

c/ Puede incluir crédito del gobierno.

**Cuadro 4**  
**BRASIL; DIFERENCIALES ENTRE EL TIPO DE CAMBIO PARALELO**  
**Y EL OFICIAL**  
*(porcentajes; promedios mensuales)*

1986		1987	
Período	Diferencial	Período	Diferencial
Junio	48,5	Enero	70,7
Julio	60,1	Febrero	53,7
Agosto	69,8	Marzo	44,4
Septiembre	65,2	Abril	29,8
Octubre	66,6	Mayo	14,5
Noviembre	69,5	Junio	19,1
Diciembre	80,8	Julio	27,3
Agosto	22,3		
Septiembre	22,0		
Octubre	26,6		
Noviembre	18,6		
Diciembre	27,7		

Fuente: Banco Central del Brasil.

**Cuadro 5**  
**BRASIL: INVERSION EXTRANJERA DIRECTA**  
*(millones de dólares)*

Período	Nuevas Inversiones <sup>a/</sup>	Utilidades reinvertidas	Conversiones de deuda en capital	Remesas netas de utilidades y dividendos	Repatriación de capital	Flujo Neto
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = 1 + 2 + 3 - 4 - 5
1984	490,1	472,1	745,6	1.268,2	112,3	327,3
1985	485,3	542,8	581,2	1.599,3	262,9	-252,9
1986	435,4	448,6	205,8	1.799,0	761,7	-1.470,9
1987	651,4	617,1	343,6	1.526,5	326,0	-240,4
1988	635,9	714,0	2.095,9	2.253,1	289,7	903,0

Fuente: Banco Central del Brasil.  
a/ Incluye reinversión.

### Bibliografía

- Banco Central del Brasil (1988), «Brazil: Economic Program», vol 17, junio.  
— — — (1989a) *Boletín mensual*, vol.25, n°3, marzo.  
— — — (1989b), *Boletín mensual*, vol.25, n°4, abril.  
CEPAL (1988a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1986*, Santiago de Chile, julio.  
— — — (1988b), *La evolución del problema de la deuda externa de América Latina y el Caribe*, Estudios e Informes de la CEPAL, n° 72, Santiago de Chile.  
Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey.  
*Gazeta mercantil*, 9 de noviembre de 1991.  
Kilborn, Peter (1987): "Brazil's Debt Plan Barred by Baker", *New York Times*, 9 de septiembre.  
Ministerio de Hacienda de Brasil (1987): "O financiamento do desenvolvimento económico no periodo 1987-1991", marzo.  
Navarrete, Jorge (1985): "Política exterior y negociación financiera internacional: la deuda externa y el Consenso de Cartagena", *Revista de la CEPAL*, n° 27, Santiago de Chile, diciembre, pp. 7-26.

## APENDICE

### Post scriptum: la segunda moratoria

El 1º de julio de 1989 el Gobierno brasileño dio inicio a su segunda moratoria de la deuda externa, exactamente nueve meses después de la cancelación oficial de la primera. Es importante recordar a este respecto que ésta también se produjo nueve meses después de la firma del acuerdo de 1988 con la comunidad financiera internacional, lo cual constituye una evidencia de que dicho acuerdo era insostenible desde un punto de vista macroeconómico. En relación con ello, es curioso que el Fondo Monetario Internacional (FMI) apruebe este tipo de acuerdo y continúe dando credibilidad a la comunidad financiera internacional.

Constituye una extraña situación cuando tanto el deudor como el fiador fracasan, pero sólo el primero pierde credibilidad. Por ello, considero que sería conveniente realizar alguna investigación crítica acerca del papel desempeñado por el FMI en la crisis de la deuda de los años ochenta. En otras palabras, convendría analizar por qué al FMI le costó tanto aceptar los predicamentos de algunos gobiernos deudores en relación con el servicio de la deuda externa en términos y condiciones aceptables para la comunidad financiera internacional. Su incapacidad para realizar informes serios y realistas en este campo, incluyendo los antecedentes políticos necesarios para el ajuste, contribuyeron a los fracasos sucesivos de la repactación de la deuda. En otras palabras, parece haber fracasado en el intento por limar las diferencias entre los países y sus acreedores.

Sin embargo, esta vez, y al menos por dos razones principales, la forma de operar frente a la moratoria fue bastante diferente a la adoptada en 1987.

En primer lugar, debido a que la administración brasileña llegó a los arreglos de la manera más suave que le fue posible, y además, porque la razón aludida no constituyó un intento por cambiar las reglas existentes para la repactación de la deuda externa. En este caso, el entonces Ministro de Finanzas, Mailson da Nobrega, culpó a los sindicatos, a los políticos e incluso a la Constitución nacional como los causantes de la inestabilidad monetaria y de las dificultades para el pago normal de la deuda.

En segundo lugar, la suspensión del pago de intereses involucró tanto a la deuda de mediano plazo con la banca comercial como a los organismos bilaterales (Club de París), en circunstancias que en 1987 sólo los créditos de la banca comercial se vieron afectados por la moratoria.

Estas constituyen dos importantes diferencias estratégicas que involucraron el reconocimiento de que no habría demasiada neutralidad por parte de los gobiernos acreedores y de que el comportamiento de los organismos exportadores de créditos no cambiaría demasiado si el pago de sus intereses se incluía en la moratoria. En cualquier caso, el servicio de su deuda no incluida — créditos otorgados después del 31 de marzo de 1983 — se mantenía en las mismas condiciones.

Lo sucedido confirmó las suposiciones señaladas, y podría decirse que el real comportamiento de los organismos bilaterales fue bastante similar al de 1987, cuando toda la deuda —incluida y excluida— se eliminó de la moratoria.

Tras la asunción del Presidente Collor de Melo, el 15 de marzo de 1990, transcurrieron seis meses antes de que hubiese una nueva proposición a los bancos acreedores en relación con la renegociación de la deuda externa. De acuerdo con los diagnósticos, la restricción fiscal existente era producto en lo fundamental de la obligatoriedad de los pagos de la deuda; asimismo, se sostuvo que no existía un problema de solvencia sino sólo de liquidez y de capacidad crediticia. De manera consistente con este diagnóstico, en la proposición no se incluía una reducción de la deuda, sino su refinanciamiento. La falta de capacidad crediticia se atribuyó a una forma de imperfección del mercado. En estas condiciones, durante un período sería necesario administrar el mercado inyectándole fondos frescos sobre una base no voluntaria. Los cálculos macroeconómicos demostraron que las nuevas afluencias previstas eran consistentes con la solvencia del sector público, en otros términos, eran consistentes con un monótono descenso en la relación deuda/PIB.

Fue preciso pactar retrasos en conjunto con los valores de la deuda, bajo el supuesto de que eran consecuencia de la inconsistencia macroeconómica de los acuerdos firmados en 1988, y no simplemente el resultado de una administración gubernamental inadecuada. Como se sabe, esta proposición fue prácticamente rechazada.

Un par de meses antes del inicio de las conversaciones con la comunidad bancaria, una misión del FMI visitó Brasilia, llegándose en principio a un acuerdo de crédito contingente que cubriera los últimos tres meses de 1990 y el año económico 1991. Sin embargo, al descubrir que la proposición brasileña no seguía el camino emprendido por México o Venezuela, el Consejo del FMI rechazó incluso considerar el acuerdo de crédito contingente y el acuerdo económico diseñado.

Entre los meses de octubre y noviembre de 1990, quedó en claro que la comunidad bancaria contaba con poderosos aliados en sus negociaciones con el Brasil. El Grupo de los Siete presionó públicamente al Brasil para acelerar las negociaciones con la banca. La relación entre los programas de crédito contingente del FMI, por una parte, y los acuerdos con la banca por la otra, quedó de manifiesto la impresión de que el FMI estaba más interesado en recaudar para la banca que en hacer una evaluación realista de los problemas económicos del país miembro. Además, se tuvo la impresión de que el Fondo no estaba dispuesto a reconocer públicamente las dificultades de la economía brasileña en relación con el pago en el corto plazo de la deuda externa del sector público.

También es importante señalar la cronología de las crecientes medidas de represalia por parte del Grupo de los Siete, encabezado por el gobierno de los Estados Unidos. Durante los primeros nueve meses de la moratoria (julio 1989-marzo 1990), no hubo ningún tipo de represalias. Los préstamos provenientes de instituciones de crédito multilaterales y bilaterales se mantuvieron

en niveles bajos, pero ello no significó ningún tipo de represalia. Otros factores, incluyendo el caos económico generalizado, pueden explicar gran parte del bajo monto de préstamos oficiales durante estos tres meses. En la práctica, los organismos multilaterales se limitaban a esperar el fin del desprestigiado gobierno de Sarney, del que ya nada podía exigirse.

Asimismo, durante los primeros siete meses del gobierno de Collor de Melo, no se percibió ninguna represalia explícita. La Ministro de Economía Zelia Cardoso de Melo hizo ambiguas declaraciones sobre el problema de la deuda externa, por lo que era imposible prever cuál iba a ser la dirección que ésta seguiría.

Sólo tras el inicio de las conversaciones con el Comité de Dirección del Banco, en octubre de 1990, los gobiernos acreedores comenzaron su campaña contra la Ministro. En esa fecha, ya estaba claro que una política de endurecimiento había sustituido a la mano blanda, y que no existía una interrupción accidental de pagos debido a problemas pasajeros. El gobierno intentaba negociar los términos y condiciones del pago de la deuda basándose en un diagnóstico que intentaba sacar a la luz las raíces más profundas del problema de la deuda externa. La comunidad bancaria, respaldada por los gobiernos integrantes del Grupo de los Siete, no aceptó sostener conversaciones basadas en tales premisas.

A pesar de todos los obstáculos, el Brasil se mantuvo firme en su posición inicial, insistiendo sobre los términos y condiciones para el pago de la deuda externa del sector público, que era consistente con sus posibilidades macroeconómicas. Entre los meses de octubre y diciembre, las conversaciones experimentaron pocos progresos.

Los acreedores acosaron al equipo económico brasileño, manteniéndolo firme en su posición de no negociar mientras el país no aceptara sus términos. En efecto, repitieron la estrategia que tuvo éxito entre diciembre de 1987 y enero de 1988, aunque esta vez fracasó, ya que el equipo económico se mantuvo.

En diciembre de 1990, el Brasil levantó todas las restricciones sobre el servicio de la deuda externa del sector privado, incluyendo todas las instituciones financieras, incluso las controladas por el Estado. En otras palabras, desde el 1º de enero de 1991, el monto de la deuda de la empresa privada y las instituciones financieras debía considerarse como deuda no afecta, por lo que todos los pagos e intereses sobre este tipo de deuda deberían fluir con normalidad. Además, y también desde el 1º de enero de ese año, el sector público señaló que pagaría el 30 por ciento de los intereses corrientes sobre sus deudas con la banca. Más tarde, Petrobras y la Compañía Vale do Rio Doce (CVRD), dos empresas estatales líderes, también fueron eximidas de la restructuración de la deuda.

Todas las medidas antes señaladas pretendían lograr una normalización gradual de las relaciones con la comunidad financiera internacional, y fueron consistentes con el diagnóstico de una restricción fiscal para el pago de la deuda externa del sector público. Asimismo, sirvieron para defenderse del argumento de que el Brasil se rehusaba a pagar su deuda externa como una

medida de presionar a la banca. No obstante ello, los gobiernos del Grupo de los Siete incrementaron su presión sobre el país.

A fines de marzo, y bajo el liderazgo del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, cuatro países — Canadá, Francia, Japón y el Reino Unido— pospusieron la revisión por parte de la Junta de Directores del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), pues el país aún no había firmado un acuerdo sobre los atrasos con la banca. Debido a que las negociaciones con la banca en Nueva York estaban por resolverse, la presión se tornaba en cierta forma inútil, ya que el acuerdo final para resolver los detalles técnicos sólo era cosa de unos cuantos días.

Pero el uso indebido del BID como instrumento del bloqueo financiero contra el Brasil sentó un peligroso e injusto precedente. Cabe señalar que en los últimos meses, el Brasil había:

- i) abierto de manera considerable sus fronteras al libre mercado internacional;
- ii) eliminado todas las restricciones sobre el servicio de la deuda externa del sector privado y de las instituciones financieras, incluyendo el antiguo monto de la deuda;
- iii) iniciado el pago del 30 por ciento del interés de la deuda del sector público con la banca, de acuerdo con su capacidad de pago, medida similar a la aprobada por el Fondo en Argentina, Costa Rica y Ecuador;
- iv) llevado a cabo una lucha interna por superar un círculo vicioso de estanflación en un contexto político difícil, e
- v) incrementado sus transformaciones democráticas.

Además de lo anterior, el país estaba concluyendo las negociaciones para realizar un acuerdo con la comunidad bancaria en relación con los atrasos existentes, y estaba al día en todos los pagos a las organizaciones financieras multilaterales, tales como el FMI, el BIRF y el propio BID.

También cabe señalar que no todos los países integrantes del Grupo de los Siete siguieron a los Estados Unidos en el bloqueo financiero, siendo significativa la ausencia de Italia y de la República Federal de Alemania.

También se dejaron sentir presiones provenientes de la propia banca comercial, que quitó líneas de crédito al sector privado brasileño con el propósito de forzar al gobierno a ablandar sus posiciones respecto a las negociaciones de la deuda. También algunas empresas estatales, con elevada capacidad crediticia sintieron los efectos negativos de estas medidas.

Siguiendo esta misma estrategia, los organismos financieros bilaterales dejaron de conceder créditos al Brasil; sin embargo, entregaron un pequeño monto de fondos frescos. Las cifras del año económico de 1990 muestran que 1.490 millones de dólares ingresaron al país por concepto de financiamiento externo.<sup>a/</sup>

El país reaccionó ante esta situación negativa de manera consciente y racional. Se informó al sector privado que estaba en condiciones de encontrar los medios y las formas para paliar la escasez de crédito extranjero. Los bancos brasileños que contaban con sucursales y filiales en el exterior debieron

desarrollar un programa para incrementar la base de sus capitales con el fin de hacer frente a la pérdida de líneas de crédito y a las a veces abusivas tasas de interés. El Banco Central colaboró con algunos depósitos adicionales.

Asimismo, el gobierno central pagó un monto total de 600 millones de dólares de capital sobre la deuda externa adeudada a las sucursales en el extranjero de los bancos brasileños, en los términos del acuerdo de 1988. Esta provisión para la amortización del capital adeudado a los bancos brasileños con filiales en el extranjero estaba vinculado al programa de eliminación gradual de los préstamos del denominado Fondos del Proyecto D de los Planes Brasileños de Financiamiento Externo (líneas de crédito interbancarias). Puesto que el gobierno había decidido convertir todas las líneas de corto plazo cautivas o negociadas (tanto interbancarias como comerciales) en líneas voluntarias, era importante mantener como activos disponibles aquellas amortizaciones a los bancos brasileños.

### **1. Evolución de las negociaciones**

Tras un período de poco progreso, entre octubre y diciembre, las negociaciones casi llegaron a una paralización total en el mes de enero.

El país ya había acordado preocuparse en primer lugar del problema de los atrasos, aunque se insistió en que cualquier pago de estos atrasos debía estar interconectado con un acuerdo en principio acerca de cuál sería el tratamiento para la deuda en su conjunto. La solución a los atrasos incluiría un pago en efectivo y la emisión de bonos para el monto restante.

A comienzos de febrero, se encontró una solución de compromiso para el problema de interconexión consistente en desvincular el pago en efectivo y mantener la conexión para la emisión de bonos. Tras este paso adelante, las discusiones se concentraron en los aspectos económicos, entre otros, el monto del pago en efectivo y la estructura de los bonos. Estos temas significaron dos meses de difíciles negociaciones, pues el Brasil estaba firmemente empeñado en evitar un acuerdo sobre los atrasos que fuese inconsistente con la capacidad total del sector público para pagar su deuda externa.

El 8 de abril se llegó a un acuerdo final, cuyos términos y condiciones principales pueden resumirse como sigue:

**Alcance:** interés sobre los atrasos de la deuda con la banca externa acumulada a diciembre de 1990.

**Monto estimado:** 8.000 millones de dólares.

**Pago en efectivo:** 25 por ciento, por un total de 2.000 millones de dólares, de los cuales el 45 por ciento, o sea, 900 millones de dólares se pagaría contra la firma de la hoja de plazos y condiciones; y el 55 por ciento en cuotas mensuales, iniciándose estos pagos 30 días después de la reducción inicial, y el último en diciembre de 1991.<sup>b/</sup>

**Bonos:**

- i) emitidos cuando se llegara a un acuerdo sobre plazos y condiciones para el monto total de la deuda;

ii) **Plazo:** 10 años, con 3 años de gracia;

iii) **Calendario de amortización:** en cuotas semestrales a partir de 1994 y hasta fines del año 2001, de acuerdo con la siguiente estructura:

**Número de cuotas Porcentaje del capital**

1-3	1%
4-6	2%
7	4%
8-10	8,5%
11-15	12,3%

Duración promedio: 7,96 años

iv) **Tasas de interés:** dos opciones, a discreción de los bancos:

- **Primera opción:** tasas fijas para los primeros tres años, siendo:

7 13/16% para el primer año

8 3/ 8% para el segundo año

8 3/ 4% para el tercer año

Desde el cuarto al décimo año habría una tasa flotante LIBOR de 6 meses, más 13/16 de 1%.

- **Segunda opción:** tasas flotantes LIBOR de 6 meses, más 13/16 de 1%, con techos y pisos para la tasa LIBOR en los primeros cinco años, con pisos invariables de 6% y techos de:

7,2% en el primer año

7,7% en el segundo año

8,2% desde el tercero y hasta el quinto año.

Este acuerdo refleja una solución de compromiso, ya que provocará una salida de efectivo del país mayor a la deseable de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas disponibles, considerando un punto de vista realista para la repactación de la deuda total. Sin embargo, introdujo nuevos y muy importantes conceptos para la reestructuración de los atrasos, como la limitación del pago de intereses sobre los bonos durante los años iniciales, el calendario de amortizaciones y una reducción inicial relativamente blanda.

No obstante lo anterior, Brasil debió ceder en algunos aspectos importantes, como por ejemplo, ante la idea de capitalización de intereses. La banca también hizo concesiones significativas: por primera vez desde el inicio de la crisis, en 1982, puede decirse que se logró una negociación real en el problema de la deuda externa brasileña.

## 2. Conclusiones

La experiencia de la segunda moratoria brasileña, que ya tiene una antigüedad de dos años, ha repercutido mucho más que la primera, por lo que nos permite una mejor comprensión de las consecuencias de este tipo de situaciones. Hubo tiempo suficiente para que se produjeran presiones externas y se materializaran los beneficios de la reducción del endeudamiento externo.

La primera lección fue que el movimiento del capital privado pueden fluir con normalidad, incluso con un problema no resuelto de endeudamiento público. En relación con esto, fue muy importante que el gobierno, al establecer con claridad la diferencia entre la deuda privada (incluyendo todas las líneas de corto plazo, el crédito de mediano plazo a las instituciones financieras públicas y el crédito a las empresas públicas de financiamiento, como Petrobras y CVRD) y la problemática deuda del sector público. En otras palabras, el mercado reaccionó de manera positiva ante la idea de que no había una sola deuda externa, sino diferentes tipos de prestatarios que requerían tratamientos diferentes. Este hecho incentivó al gobierno para incrementar el rango de los prestatarios del sector público que podían excluirse del paquete de la repactación de la deuda externa. Podrían probarse nuevas experiencias con Eletrobras (empresa de generación y distribución de energía eléctrica), Embratel (monopolio público de telecomunicaciones) y Telebras (empresa del sistema telefónico).

La segunda experiencia muestra, por una parte, que también es posible superar el problema de las líneas de crédito de corto plazo. Al respecto, la banca rechazó montos insignificantes, y ello otorgó cierta preocupación por el comercio de exportación. Sin embargo, el efecto combinado de: (i) el uso de los ahorros nacionales disponibles y (ii) cierto apoyo del Banco Central a las filiales de los bancos brasileños en el extranjero, fueron suficientes para mantener las pérdidas bajo control y para restablecer la confianza en la liquidez y la capacidad de pago de los prestatarios de estas líneas. De hecho, el monto total de líneas ofrecidas logró recuperarse cuando se desconectaron por completo de las repactaciones de la deuda de mediano plazo, en otras palabras, cuando fueron tratadas sobre una base totalmente voluntaria, hacia fines de abril de 1991.

Por otra parte, se confirmó la imposibilidad de lograr neutralidad oficial durante la moratoria. No sólo se agotaron los recursos de los organismos multilaterales y de las instituciones de crédito bilaterales, sino que ello fue anunciado de manera explícita como una medida punitiva contra la posición del Brasil frente al endeudamiento externo.

En el caso de las instituciones de crédito bilaterales, el daño no fue tan importante debido a la existencia de gran número de ellas y a que sus diferencias en políticas crediticias permitieron alguna afluencia de fondos frescos. También cabe considerar las presiones generadas por los exportadores extranjeros que buscaban mercados, ya que el Brasil es claramente un país de cierta importancia económica para muchos países.

Sin embargo, la fuerza y dureza de las acciones punitivas ejercidas por los organismos multilaterales constituyó un obstáculo difícil e inesperado. La

afluencia de efectivo desde estas instituciones se tornó aún más negativa, y por diversas razones fue impensable para el país suspender o reducir de manera unilateral sus pagos a éstos.

No cabe duda de que el gobierno brasileño no esperaba una reacción tan fuerte por parte de los organismos multilaterales, e incluso en algunos periódicos se reprodujeron rumores en el sentido de que la destitución de la Ministra de Economía Zelia Cardoso de Melo estaba relacionada con las conversaciones en torno a la deuda externa.

La balanza de recursos para el año económico 1990 muestra ahorros brutos por concepto de la moratoria de aproximadamente 8.164 millones de dólares para el sector público en su conjunto. Esta cifra bruta probablemente no está muy lejos de la cifra neta. Con la excepción de un frustrado acuerdo de compromiso contingente con el FMI, no habría habido mucha más disponibilidad de financiamiento extranjero para el sector público.

Tomando en consideración la inestabilidad de los mercados financieros internos, cualquier presión adicional por parte del gobierno sobre estos mercados habría dañado seriamente el precario equilibrio logrado en 1990. En efecto, el equilibrio de las finanzas públicas que impidieron la hiperinflación en 1990 fue posible sólo gracias al congelamiento de una parte de la deuda pública interna y a la constante suspensión de pagos de intereses a la banca y a los organismos bilaterales.

Los pagos de la deuda externa pueden no ser lo suficientemente grandes desde el punto de vista de la economía en su conjunto, y la deuda interna puede no parecer excesiva en comparación con los estándares internacionales, pero cabe hacer las consideraciones siguientes:

a) Durante los últimos 12 años, el gobierno central no ha sido capaz de equilibrar su presupuesto en sentido amplio; en otras palabras, ha demostrado poseer habilidad para arbitrar con éxito entre los diferentes intereses en conflicto en el seno de la sociedad brasileña. Cabe señalar que hoy se vive en el tercer gobierno desde el estallido de la crisis y las dificultades aún no se resuelven.

b) Como consecuencia de la crisis fiscal, la confianza respecto a la deuda interna se perdió a tal punto que parecía impracticable incrementar de manera significativa los montos, por lo menos en un futuro próximo. Aunque existen algunas controversias entre los economistas, existen algunas pruebas que demuestran que esta falta de confianza no se agravó con el congelamiento de parte de la deuda pública, en marzo de 1990.

Por último, de esta segunda experiencia se desprende con claridad que una acumulación de atrasos con el exterior puede ayudar a ganar tiempo para lograr un ajuste fiscal. Incluso, debe administrarse para obtener una especie de cese del fuego, previniendo así presiones inflacionarias insostenibles en el corto plazo. Pero durante este tiempo las autoridades deben hacer significativos progresos para lograr un ajuste fiscal que cubra el monto total de los pagos de la deuda externa. Desafortunadamente, un acuerdo ortodoxo en relación con el endeudamiento externo parece imposible en el mediano plazo.

**Notas**

- a/ No fue posible disminuir esta cifra para obtener el monto preciso proveniente de los organismos bilaterales de crédito, o que contaron con su aval. Sin embargo, considero que se canalizó una cantidad significativa bajo los auspicios de estos organismos.
- b/ En realidad, el primer pago mensual se produjo cuando la mayoría de los bancos se pusieron de acuerdo en los términos para el refinanciamiento de los intereses de los atrasos. Dentro de esta mayoría se incluye el 95 por ciento de los bancos que concedieron créditos bajo los términos del Acuerdo de 1988. Consideramos que este proceso de acuerdo entre la mayoría de los bancos tomaría un mes.

# **ADMINISTRACION DE LAS RESTRICCIONES UNILATERALES DE PAGO Y DESARROLLO: EL CASO DE COSTA RICA**

*Ennio Rodríguez*

## **Introducción**

El objetivo de este análisis es presentar las características de la administración de la restricción de pagos en Costa Rica y sus repercusiones en los procesos de ajuste macroeconómico y estructural. El fin es evaluar las estrategias de manejo adoptadas principalmente en términos de los resultados obtenidos y, en menor medida, con base en las alternativas disponibles.

El período analizado es el decenio de 1980, y se ha subdividido de acuerdo con las características de la administración de la restricción de pagos externos. La primera sección abarca desde agosto de 1981, fecha de la primera declaración unilateral de una restricción de pagos, hasta fines de 1982, que termina con un eventual acuerdo de refinanciamiento de la deuda externa con los bancos comerciales internacionales y con los organismos bilaterales en el Club de París. El segundo período abarca desde 1983 hasta mediados de 1986, caracterizado por la condicionalidad cruzada entre los organismos de financiamiento internacional. En el tercer período se inicia un nuevo planteamiento de moratoria parcial de pagos a la banca comercial, que culminó con una novedosa renegociación de la deuda externa comercial, a principios de 1990.

## **I. De la moratoria unilateral de pagos al refinanciamiento de la deuda externa**

### **1. Antecedentes**

Las altas tasas de crecimiento de Costa Rica durante tres decenios consecutivos contribuyó a su participación en el gran auge de préstamos de la banca comercial internacional en los años setenta. Por lo general, este acceso al crédito internacional bancario se restringió a un pequeño número de países medianos y grandes del Tercer Mundo que habían mostrado un cierto dinamismo económico. El acceso prácticamente ilimitado a los préstamos comerciales ocurrió simultáneamente con el inicio de la peor crisis económica de la historia reciente costarricense. Los fondos externos financiaron los crecientes déficits fiscales y de la balanza de pagos, y permitieron postergar los ajustes inevitables.

El trasfondo estructural de la crisis se vinculaba con el agotamiento de la etapa fácil de una industrialización por la vía de la sustitución de las importaciones, agravada por los conflictos militares y bélicos en los países pertenecientes al Mercado Común Centroamericano (MCCA). La segunda alza de los precios del petróleo y la caída de los precios de los principales productos de exportación provocaron, además, un deterioro de los términos del intercambio de Costa Rica.

A nivel interno, este desfavorable contexto externo estuvo acompañado de políticas económicas inconsistentes, que incluían procesos de liberalización y una política fiscal expansiva. Se subieron las tasas de interés, se redujo la protección efectiva y se dejó el tipo de cambio fijo, para luego intentar una flotación, a la vez que el déficit fiscal alcanzaba el 19% del PIB. Este esquema se financió con recursos externos, para terminar en una moratoria de pagos en agosto de 1981. También se deterioraron las relaciones con los organismos multilaterales, al punto que el representante del Fondo Monetario Internacional (FMI) fue expulsado del país.

La restricción de pagos externos ocurrió en agosto de 1981, cuando la banca internacional decidió interrumpir nuevos créditos necesarios para cumplir con las obligaciones originadas en los créditos que se contrataban en condiciones cada vez más duras (tipos de interés más elevados y plazos más cortos), producto tanto de la situación internacional como del deterioro macroeconómico del país. La profundidad de la crisis la atestiguan la caída del PIB per cápita en un 10% en 1982, una inflación de 90%, la duplicación de la tasa de desempleo abierto (9,4%) y la fuga de capitales.

No se puede hablar de una administración de la restricción de pagos sino hasta el cambio de gobierno, en mayo de 1982. Esta administración se inscribió dentro de una estrategia más global de estabilización macroeconómica.<sup>1/</sup> El objetivo de la estrategia de financiamiento y deuda externa fue restablecer la credibilidad de la comunidad financiera internacional, lo que se esperaba repercutiría en un aumento de la credibilidad interna en la capacidad de manejo de la crisis.

Las medidas de estabilización que se fueron tomando coincidieron con un inicio de conversaciones con los acreedores multilaterales, bilaterales y comerciales. Este inicio de las negociaciones tuvo lugar antes de que estallara la crisis mexicana, en agosto de 1982 y, por lo tanto, la comunidad financiera internacional no había definido un tratamiento para lo que luego se llamó la "crisis de la deuda". El planteamiento inicial de Costa Rica (junio de 1982) se basaba en una fórmula para determinar la capacidad de pago del país, basada en el comportamiento de las exportaciones, la captación de divisas y el ingreso de capital externo no vinculado con proyectos específicos. Tenía además la ventaja de que no serían necesarias futuras renegociaciones, pues la fórmula se encargaría de determinar los pagos correspondientes.

La propuesta fue rechazada por los bancos, que demandaban el pago de todos los intereses atrasados como precondition para renegociar el pago del principal, y señalaron a su vez que la fórmula propuesta por Costa Rica podría llevar a problemas con los auditores y reguladores de las actividades bancarias en sus propios países. Un punto central para la banca fue la posibilidad de que, como resultado de la aplicación del esquema costarricense, fue posible que los atrasos en intereses continuasen creciendo. No obstante, Costa Rica aplicó la fórmula de pago parcial unilateralmente hasta 1983, cuando se logró el primer acuerdo global de refinanciamiento con la banca comercial. En el contexto de una moratoria, este pago parcial se interpretó como una señal de buena voluntad; sin embargo, también constituyó un importante precedente: efectuar el servicio de la deuda de acuerdo con la capacidad del país (Vargas, 1987).

Un punto de fuerte discordia en las negociaciones llevadas a cabo desde agosto de 1981 fue la elección de los títulos de deuda pública que debían incluirse en los convenios de refinanciamiento. Los bancos pretendían que los bonos y pagarés con tasa de interés fluctuante (*floating rate notes*), colocados en Europa y Asia, y los depósitos en dólares en el Banco Central fuesen incluidos en igualdad de condiciones (*pari passu*) que los pagarés de deuda con los bancos comerciales. Costa Rica logró hacer valer el principio de que los tenedores de los títulos mencionados sólo se acogerían voluntariamente al acuerdo de refinanciación. El resultado de esta discusión constituyó un precedente para otras negociaciones de la deuda externa.

El tema del atraso en el pago de los intereses fue el escollo principal de las negociaciones. Costa Rica manifestó no estar dispuesto a sacrificar lo que definió como las necesidades mínimas de importación. Este punto se convirtió en un principio rector de las negociaciones emprendidas por el país: cumplir con las obligaciones externas no podía ser a costas de una recesión. La diferencia se zanjó mediante la propuesta de un crédito revolutivo por el 80% de los atrasos. Cuando las negociaciones se encaminaban a su fase final y se discutían las tasas de interés, comisiones y plazos, estalló la crisis mexicana. En ese momento, las negociaciones perdieron todo el impulso. No sólo la consideración de México, seguido de Brasil y Argentina consumían las energías de los bancos, sino que también los banqueros atribuían cada vez mayor importancia a los precedentes que Costa Rica podía sentar para los grandes deudores (Castillo, 1986). Con ello, las condiciones financieras exigidas por los ban-

queros dejaron de depender de las características del caso costarricense y se endurecieron de acuerdo con el precedente que pasó a sentar la negociación mexicana de aquel entonces.

Los términos financieros, en cuanto a tasas de interés y plazos de gracia y de amortización que obtuvo Costa Rica en las primeras dos rondas de renegociación de la deuda, en el período 1982-85, fueron más duros que los obtenidos por deudores más grandes, en particular México.<sup>2/</sup> Esto llevó a la denuncia planteada por los pequeños deudores latinoamericanos, en la reunión de diciembre de 1985, sobre la falta de atención de los pequeños deudores en la discusión de la deuda y las condiciones financieras más severas que debían enfrentar.<sup>3/</sup> A modo de ejemplo, casi la totalidad de los pequeños deudores estaba excluida del llamado Plan Baker y, por parte de los deudores, del Acuerdo de Cartagena.<sup>4/</sup> El tema de la deuda externa parecía circunscribirse a los grandes deudores.<sup>5/</sup>

Otro terreno en el que a Costa Rica le correspondió abrir camino fue el jurídico. Los llamados préstamos soberanos aparentemente se otorgaron bajo el supuesto de que los deudores soberanos no dejarían de cumplir con sus obligaciones, lo cual sólo prueba que la memoria es muy corta.

La moratoria de Costa Rica provocó una serie de juicios en las cortes de los Estados Unidos. El decreto de la moratoria de agosto de 1981 prohibió que las diferentes instituciones del sector público utilizaran divisas para el servicio de las deudas externas; esto es, la moratoria provocó la materialización del riesgo de transferencia.<sup>6/</sup> La primera reacción de los bancos fue iniciar juicios en los Estados Unidos contra las instituciones deudoras de Costa Rica. Esta posibilidad estaba contemplada en los contratos de préstamo en los cuales los deudores hacían una renuncia de soberanía al aceptar que se les aplicasen las leyes del acreedor.<sup>7/</sup>

## **2. El Caso Allied**

La renegociación de la deuda pactada en setiembre de 1983 sirvió para detener la mayoría de estos juicios. En algunos casos se necesitaron largas negociaciones, pero uno en particular fue llevado prácticamente hasta sus últimas consecuencias. Casi todos los bancos que participaron en el préstamo otorgado por un sindicato crediticio, cuyo líder era el Allied Bank, decidieron retirar sus demandas y se unieron al convenio global de refinanciamiento.<sup>8/</sup> La única excepción fue Fidelity Bank, de los Estados Unidos, que insistió en la demanda judicial. El préstamo sindicado se otorgó a tres bancos estatales costarricenses. La Corte del Distrito había desestimado la demanda de Allied en julio de 1983, basándose en el Acta de la Doctrina del Estado, en cuyo fallo se indicó que no podía esperarse que los bancos costarricenses efectuaran pagos como resultado de una determinación judicial que fuese contraria a las directrices emanadas de su gobierno.

En abril de 1984, la Corte de Apelaciones confirmó la sentencia anterior y afirmó que las acciones del Gobierno de Costa Rica fueron consistentes con las leyes y las políticas de los Estados Unidos. Pero la decisión planteó argumentos de consecuencias mucho más profundas, al señalar la legitimidad de

Costa Rica de prohibir pagos a la deuda externa, pues no se trataba de repudiar las deudas sino de postergar los pagos mientras intentaba de buena fe renegociar sus obligaciones. Incluso se estableció expresamente la analogía con el Capítulo 11 del Código de Quiebras:

“La prohibición de Costa Rica de pagar sus deudas externas es análoga a la reorganización de una empresa en los términos del Capítulo 11 de nuestro Código de Quiebras ...La prohibición de Costa Rica de pagar la deuda no fue un repudio de la deuda sino simplemente una posposición de los pagos, mientras trataba de buena fe renegociar sus obligaciones.” (Allied Bank, 1984, p. 21a).

Fue esta analogía con las quiebras comerciales, la cual pudo haber conducido a la administración judicial de una “quiebra soberana”, la que provocó importantes reacciones en círculos financieros y políticos internacionales. Por ejemplo, los acreedores se verían imposibilitados de tratar de cobrar las obligaciones hasta tanto el deudor soberano no llegase a un arreglo de refinanciamiento con estos acreedores. Este hecho habría sido suficiente para hacer fracasar el manejo de la deuda externa que se intentó a partir de agosto de 1982, centrado en lograr que los países altamente endeudados cumplieran con el pago de intereses y que los atrasos, cuando éstos ocurriesen, no excedieran los noventa días, límite que los reguladores del gobierno de los Estados Unidos han establecido para tener que colocar un préstamo en la categoría de préstamos en mora (*non-performing*) y por lo tanto, con consecuencias importantes para los estados financieros de los bancos.

El Allied Bank apeló la decisión ante la Corte Plena del Distrito Segundo de los Estados Unidos. Estas apelaciones se reservan sólo para casos especialmente importantes. La apelación fue aceptada, y también se recibió una carta del poder ejecutivo estadounidense en apoyo del Banco Fidelity (*amicus curiae*). La Corte cambió la decisión de la Corte de Apelaciones, basada en la indicación del poder ejecutivo, en el sentido de que las acciones de Costa Rica eran contrarias a las leyes y políticas de los Estados Unidos, y que el Acta de la Doctrina de Estado era inaplicable, por cuanto se trataba de confiscar propiedades. Con ello, el Allied Bank se unió poco tiempo después al convenio de refinanciamiento, poniendo fin así al procesamiento judicial del caso. No obstante, quedó vigente para todos el precedente establecido por la decisión de la Corte Plena.

En la sentencia de la Corte Plena causa extrañeza la ausencia de referencias a los argumentos que motivaron los fallos anteriores y la aparición de nuevos razonamientos: a) no se refuta el argumento de que las acciones de los bancos de Costa Rica estaban amparadas en el Acta de Doctrina de Estado; b) el nuevo argumento de que las acciones costarricenses eran un caso de confiscación tiene a su vez escaso sustento, en la medida en que una suspensión temporal de pagos no significa la confiscación de ninguna propiedad; y c) no se hace referencia a la analogía con el Capítulo 11 del Código de Quiebras de los Estados Unidos.

### 3. Manejo de las reservas internacionales y de las líneas de crédito de corto plazo

Los dos temas que se tratan a continuación — el manejo de las reservas internacionales y las líneas de corto plazo — no sólo cubrirán el período 1981-83 sino que su tratamiento hará referencia a todo el decenio, pues éste tiene una continuidad que facilita su presentación en una sola unidad.

Como consecuencia de las acciones legales en las cortes de los Estados Unidos, hubo intentos por confiscar los activos del Estado costarricense en ese país.<sup>9/</sup> Esto llevó a un retiro de las reservas internacionales del Banco Central (BCCR) y los depósitos de los bancos estatales de los bancos estadounidenses. Los bancos estatales habían creado el Banco Internacional de Costa Rica S. A. (BICSA) con sede en Panamá y con una sucursal en los Estados Unidos. Este pasó a ser el principal banco operativo tanto para el BCCR como para los bancos comerciales costarricenses. El segundo banco agente fue el Banco Latinoamericano de Exportaciones (BLADEX), también con sede en Panamá. A su vez, el BCCR utilizó, para acumular reservas internacionales, el Bank for International Settlements (BIS), y usó los dos anteriores para las operaciones diarias. Se consideró que todas estas instituciones de depósito estaban protegidas de acciones legales por parte de la banca internacional.

Todavía a finales de 1989 hubo una amenaza de plantear un juicio por parte de un banco estadounidense, el que no se concretó. No obstante, esto sirvió para mantener la decisión de no colocar activos financieros del Estado de Costa Rica en instituciones financieras estadounidenses.<sup>10/</sup> Sin embargo, luego del gran acuerdo de reducción de la deuda de junio de 1990, fue posible plantear una revisión de la política de manejo de las reservas.<sup>11/</sup>

Otro de los elementos importantes en el manejo de la restricción de pagos se relaciona con las líneas de crédito de corto plazo. Un primer punto que merece destacarse es que las moratorias y atrasos de Costa Rica nunca han incluido las líneas de crédito de corto plazo, de tal manera que el pago de este tipo de compromisos ha sido puntual durante todo el período de crisis de pagos internacionales.

Luego de la moratoria de agosto de 1981 por parte de los grandes bancos estadounidenses (*Money Center Banks*) y de algunos bancos más pequeños (regionales), la reacción inmediata fue cerrar las líneas de crédito de corto plazo o exigir garantías equivalentes al 100% de las cartas de crédito. El impacto sobre la capacidad importadora del país no fue significativo, ya que las instituciones bancarias pudieron sustituir con mayor o menor éxito sus fuentes de financiamiento de corto plazo. Los dos bancos estatales de mayor tamaño — Banco Nacional de Costa Rica (BNCR) y Banco de Costa Rica (BCR) — cuentan con divisas en su patrimonio que pudieron utilizarse para financiamientos de corto plazo. A su vez, éstos y los otros dos bancos estatales pudieron hacer uso de BICSA para el manejo de cartas de crédito, aunque su costo es alto por los elevados niveles de garantía requeridos (100%).

También aparecieron bancos europeos, en particular españoles, dispuestos a abrir líneas de crédito de corto plazo. Por su parte, algunos bancos regionales estadounidenses que no tenían préstamos de Costa Rica en su car-

tera abrieron nuevas líneas. De tal manera que hubo bancos costarricenses, con referencias impecables, que durante este período incluso lograron aumentar su volumen de operación con cartas de crédito.

Algunas líneas de crédito de corto plazo de bancos estadounidenses han sido garantizadas por el Eximbank, como parte de los programas de ayuda externa de los Estados Unidos a Costa Rica. Estas líneas tampoco sufrieron contracción ninguna.

A partir de 1988, se percibió una nueva ofensiva de comercialización de bancos europeos que empezó a reducir las garantías requeridas para abrir cartas de crédito a instituciones financieras costarricenses. Los grandes bancos estadounidenses mantuvieron sin embargo su línea dura frente al acceso a créditos de corto plazo.

## II. Nueva reprogramación y condicionalidad cruzada

Los primeros acuerdos de reprogramación con los acreedores no se concretaron sino hasta finales de 1982 e inicios de 1983.<sup>12/</sup> Estos acuerdos en su mayoría se lograron luego de que el programa de estabilización ya mostraba éxitos. Esto significó que gran parte de las medidas de ajuste macroeconómico se tomaron con base en la convicción interna de que eran necesarias, y además se diseñaron mecanismos de compensación social para los grupos y empresas más vulnerables y se introdujeron importantes elementos heterodoxos, especialmente los controles de precios, que permitieron un manejo del ajuste y de sus consecuencias.<sup>13/14/</sup>

Sin embargo, las múltiples negociaciones con los acreedores significaron que Costa Rica inició lo que fue denominado la condicionalidad cruzada, a partir del hecho de que la formalización de un acuerdo con un acreedor externo dependía de que se llegase a acuerdo con los demás acreedores (Lizano y Charpentier, 1987; y Rodríguez, 1988). El factor aglutinante de la condicionalidad pasó a ser el FMI, al modificar su política a partir de la negociación mexicana de 1982. Antes de esa fecha, el FMI no exigía como condición para la firma de un acuerdo de contingencia el cierre *ex-ante* de la brecha financiera externa; es decir, no era requisito demostrar que era posible eliminar los atrasos en todas las obligaciones externas. Sin embargo, posiblemente con el objetivo de evitar que los préstamos de los bancos comerciales debiesen ser clasificados como cartera en mora, se diseñó el esquema de condicionalidad cruzada, donde el FMI pasó a ser el principal vehículo para que se cumpliera con el pago a los bancos (Rodríguez, en prensa-a).

El período 1983-86 se caracterizó por una convivencia con la condicionalidad cruzada y, por lo tanto, por negociaciones permanentes de la política económica. El cumplimiento de las obligaciones externas, sin embargo, no fue puntual, sino que los atrasos se acumularon cuando los ingresos de dinero fresco eran menores que las obligaciones externas.

En 1984, Costa Rica estaba acumulando, una vez más, atrasos en sus obligaciones con la banca comercial, tanto de intereses como del principal. Se planteó, por lo tanto, una nueva negociación. El elemento novedoso de este refinanciamiento de la deuda externa fue la formalización de la condicionalidad cruzada. Se requirieron complejas negociaciones y reuniones conjuntas con los acreedores externos. El Banco Mundial se incorporó a la condicionalidad cruzada con su primer préstamo de ajuste estructural. Las negociaciones se demoraron prácticamente todo ese año. Los escollos eran básicamente dos: el FMI requería una reducción del déficit fiscal más allá de lo que las autoridades consideraban políticamente factible. Con el Banco Mundial la discusión giraba en torno a la velocidad de la desgravación arancelaria y al deseo de Costa Rica de mantenerse dentro del arancel externo común (el elemento central del Mercado Común Centroamericano, MCCA). El Banco Mundial pretendía un rompimiento con el MCCA y una drástica reducción de la protección efectiva. Al final, se logró el acuerdo con el FMI y con el Banco Mundial, prevaleciendo la tesis de las autoridades económicas en cuanto al gradualismo, acompañado de subsidios compensatorios en el proceso de desgravación, y en lo que se refiere al ajuste fiscal, también fue posible encontrar una cifra de transacción.

Esta renegociación de 1984-85 incluyó dinero fresco de parte de la banca comercial, una reprogramación de pagos en condiciones levemente más severas que las obtenidas por México en su tercera ronda de renegociaciones, además de acuerdos con el Club de París, el Banco Mundial, la AID y el FMI.<sup>15/</sup>

Desde sus inicios, en 1982, la estrategia de manejo de la deuda externa de Costa Rica se ubicó en el marco más global del financiamiento externo, y ha tenido dos características fundamentales. Primero, el pago de la deuda comercial no ha sido a costa de transferencias netas de capital al exterior, de manera que para alcanzar este objetivo ha sido necesario, en determinados períodos, acumular atrasos en los pagos a la banca comercial (cuadros 1 y 2). En efecto, los pagos externos se han administrado de tal manera que, desde 1983, la economía no ha interrumpido un proceso de crecimiento sostenido y el empleo ha crecido consistentemente (cuadro 3). En segundo lugar, se han mantenido relaciones no conflictivas con todos los acreedores. Ello ha requerido, a su vez, una serie de condiciones: a) se ha dado primera prioridad en los pagos externos a los organismos multilaterales y a ciertos compromisos bilaterales; los atrasos sólo se han acumulado con la banca comercial y con gobiernos no dispuestos a mantener un flujo neto positivo de recursos (cuadro 2); b) se mantuvo una estabilidad macroeconómica (cuadro 3), y c) el proceso de ajuste estructural ha sido exitoso, particularmente en la promoción de las exportaciones no tradicionales a terceros mercados (cuadro 3). Estas tres condiciones han sido indispensables para mantener el apoyo multilateral y bilateral a la estrategia de la deuda externa, que incluyó el frecuente uso de atrasos como una fuente de financiamiento residual.

### III. Nueva moratoria y renegociación de la deuda

La acumulación de atrasos a partir de 1986 llevó a las autoridades a formular un planteamiento que partía por reconocer que los atrasos eran inevitables en la medida en que la afluencia de financiamiento externo con que se había contado hasta la fecha estaba tendiendo a la disminución. Se planteó, por lo tanto, un retorno a la primera propuesta que al inicio de la crisis de pagos había hecho Costa Rica: ajustar los desembolsos a la capacidad de pago, definida ésta como la que permitía mantener tasas positivas de crecimiento. En las circunstancias del momento, esto significaba pagos de interés menores a los que se fijaron contractualmente. En julio de 1986, el Comité Asesor de los bancos comerciales fue informado sobre el tope en el pago de intereses. La reacción de los donantes multilaterales y bilaterales fue violenta, y las relaciones llegaron a un punto bajo. El deterioro en las relaciones se acentuó luego de que un desembolso de la AID en agosto de 1986 no fue utilizado para pagar intereses atrasados. Empero, las negociaciones nunca se detuvieron, y se mantuvo en el tapete una propuesta que viniese a legalizar la decisión unilateral de las autoridades de poner un tope al servicio de la deuda.

#### 1. Desvinculación del Fondo Monetario Internacional de la cartera de la banca comercial

En marzo de 1987 se aprobó un convenio de contingencia (*standby agreement*) con el FMI, que vino a establecer el precedente quizá de mayor importancia para el manejo de los pagos externos. Este convenio fue clave para mantener el apoyo de otros organismos multilaterales y bilaterales. En efecto, se rompió la camisa de fuerza de la condicionalidad cruzada, ya que el apoyo al proceso de ajuste estructural dejó de estar condicionado al cumplimiento de los pagos a la banca comercial. Se firmó luego un segundo préstamo de ajuste estructural con el Banco Mundial y un segundo acuerdo de contingencia con el Fondo, mientras se mantenía la política de pagos restringidos del servicio de la deuda.

Así, en dos convenios consecutivos, el FMI no exigió el cierre de la brecha financiera externa *ex-ante*, sino que en vista de que las autoridades costarricenses se mantenían negociando de buena fe con los bancos comerciales, y eran éstos los que no respondían adecuadamente, el FMI decidió continuar con su apoyo al proceso de ajuste macroeconómico.

Este cambio en la política del FMI sólo ha beneficiado a otro deudor pequeño: Bolivia. Sin embargo, la extensa e intensa discusión que provocó la solicitud de dos convenios de contingencia por parte del gobierno de Costa Rica ante la Junta Directiva, llevó a una revisión de los fundamentos jurídicos del comportamiento del FMI desde la crisis mexicana de la deuda externa, en 1982. La discusión jurídica no se ha decidido totalmente en favor de Costa Rica, sin embargo, se estableció el precedente.<sup>16/</sup>

Antes de la crisis mexicana de la deuda, el FMI había mostrado flexibilidad en el manejo de los atrasos en los pagos internacionales. En 1979, por ejemplo, dieciséis países tuvieron programas apoyados por el FMI.<sup>17/</sup> Todos

estos programas incluyeron entendimientos o metas en cuanto a la reducción de los atrasos, y un compromiso de no incurrir en atrasos adicionales. Además, no se esperaba que la eliminación de los atrasos ocurriese en el contexto de programas de un año.

El cambio de política por parte del FMI a partir de la crisis mexicana es claro. No sólo los programas demandaban la eliminación de los atrasos en el transcurso del programa, sino que en la mayoría de los casos la vigencia del convenio requería un cierre *ex-ante* de la brecha financiera. El resultado de estas exigencias es que prácticamente la vigencia del convenio dependía de que se lograra llegar a acuerdo con los bancos comerciales y resolver, por lo tanto, la atención de los atrasos. Por ejemplo, entre 1982 y noviembre de 1987 el cierre de la brecha financiera de la balanza de pagos requirió préstamos concertados en 33 casos, en los cuales el convenio con el FMI no entró en vigor sino hasta que hubo un acuerdo con los bancos comerciales.<sup>18/</sup> El papel del FMI en cuanto a la mora en el servicio de la deuda a los bancos comerciales no sólo incluyó la eliminación de los atrasos en el lapso de un programa y el acuerdo en principio con la banca comercial, sino que también intervino directamente para tratar de evitar que éstos no sobrepasaran los noventa días, fecha en la cual los bancos estadounidenses habrían sido sujetos a un castigo de su cartera.

El argumento jurídico tradicional del FMI para justificar su política relativa a los atrasos en el servicio de la deuda externa ha sido interpretar que éstos constituyen una restricción cambiaria a transacciones internacionales corrientes y que, por lo tanto, debe eliminarse con base en el Artículo VIII, Sección 2a y el Artículo XIV, Sección 2 de la Carta Constitutiva de este organismo.

En contraste con la posición anterior, las autoridades costarricenses plantearon que en realidad se trataba de una incapacidad de pago por eventos ocurridos sobre los que el gobierno no tenía ningún control, y no de una restricción cambiaria. También se argumentó que no se podía interpretar que el Gobierno se restringía a sí mismo en cuanto al uso de las divisas disponibles. Una tercera argumentación hacía referencia al hecho de que los atrasos a pagos del principal de créditos de largo plazo no son pagos corrientes, y por lo tanto no son una restricción cambiaria.

Sin embargo, el FMI no aceptó la argumentación de Costa Rica, definiendo los atrasos como una restricción cambiaria a transacciones internacionales corrientes, y autorizó su uso temporal mientras se trabajaba en la eliminación de la restricción. Fue en estas condiciones que se ejecutaron dos convenios de contingencia con dicho organismo.

## **2. Nuevas oportunidades de negociación con la banca**

A partir de marzo de 1987, aumentaron los contactos con los bancos acreedores. Fue notoria la simpatía creciente del Security Pacific y del Bank of America, que presidía el Comité Asesor. Incluso, a principios de 1988, el propio Bank of America preparó una propuesta para Costa Rica. En el planteamiento influyó la reglamentación que regía en torno de los beneficios tributarios en

los Estados Unidos, y se argumentó que estaba diseñada a la medida de las necesidades de dicho banco. El planteamiento no prosperó; sin embargo, propuso poner un tope al pago de intereses, reconociendo la incapacidad de un servicio completo de los intereses de la deuda a los bancos. Las autoridades costarricenses dieron un cauto apoyo a la propuesta, que sirvió para detectar una simpatía creciente dentro de los mandos medios del Banco Mundial y del FMI.

El contexto había cambiado en forma sustancial.<sup>19/</sup> Un nuevo papel para el FMI era una de las tareas prioritarias de su nuevo Director Gerente y, por otro lado, la posición monolítica de los bancos se había desmoronado.

En primer lugar, a partir de 1987 se había roto el cartel de bancos acreedores. No sólo los bancos pequeños se deshacían de la deuda soberana en los mercados secundarios, sino que los grandes bancos estadounidenses estaban adoptando estrategias divergentes. El momento del divorcio se puede asociar con la decisión unilateral del Citibank de elevar sus niveles de reservas con el objeto de mejorar su posición en los mercados de capitales. El aumento en la competencia internacional en las actividades bancarias, en particular la franca expansión de los bancos japoneses, y el Acuerdo de Basilea sobre la convergencia en materia de regulaciones bancarias habían revelado la debilidad de los bancos de los Estados Unidos en cuanto a sus niveles de capital. La prioridad pasó a consistir en elevar los niveles de capital, y las estrategias respecto de la deuda soberana se consideraron un tema subordinado.

En segundo lugar, los bancos europeos en su mayoría habían recibido generosas concesiones tributarias para elevar sus niveles de reserva, por lo que estaban, por lo tanto, menos interesados en los ejercicios de refinanciamiento que empleaban dinero fresco para mantener la ficción de que los préstamos soberanos eran buenos.

En tercer lugar, la fatiga en las negociaciones de la deuda estaba llevando por fin a la conclusión de que la crisis no era pasajera y que era necesario buscar soluciones más de fondo.

En cuarto lugar, en parte debido a los factores anteriores, apareció el llamado Plan Brady, haciendo explícita la necesidad de acomodar las distintas estrategias de los bancos en un marco de acciones voluntarias y, por otro lado, reconoce la necesidad de lograr reducciones sustanciales de las deudas o sus servicios.<sup>20/</sup>

### **3. Logro de un acuerdo definitivo**

En este nuevo contexto, la propuesta de Costa Rica a los bancos comerciales dejó de ser una herejía, para convertirse en prácticamente un paradigma de la nueva estrategia de la deuda externa. A mediados de 1989, el Subsecretario del Tesoro se comprometió personalmente de la incapacidad de pago de Costa Rica, y se comprometió a contribuir al financiamiento de una operación de recompra directa de títulos de la deuda. En efecto, los bancos finalmente accedieron al planteamiento de las autoridades costarricenses, que por su novedad amerita una breve descripción.

El acuerdo incluyó tanto los 1.568,2 millones de dólares del principal adeudado como los 336 millones de dólares de intereses atrasados acumulados desde 1986. Las opciones fueron dos: una reducción en el saldo de la deuda o de su servicio. Se incluyó una recompra de la deuda al precio de 16 centavos por dólar. Además, como incentivo para la recompra, aquellos bancos que vendiesen el 60% o más de su deuda podían reconvertir el saldo por bonos a 20 años (serie A), con un período de gracia de 10 años y una tasa de interés fija de 6,25%. Estos tendrían una garantía renovable en el pago de los intereses por 12 meses. Aquellos bancos que vendiesen menos del 60% de su cartera recibirían en el intercambio bonos a 25 años (serie B), con 15 de gracia, una tasa de interés fija de 6,25% y sin garantía en el pago de intereses.

También hubo un pago inicial equivalente al 20% de los intereses atrasados. El resto sería pagado en los próximos 15 años, sin período de gracia y con una tasa de interés de 0,81% sobre la LIBOR. Aquellos bancos que vendieran más de un 60% de su deuda recibirían una garantía renovable del pago de los intereses por espacio de tres años.

El 23 de mayo de 1990 se completó la operación de recompra. Se compró un total de 990,7 millones de dólares (767,6 dólares correspondían al principal y 223,1 dólares a intereses atrasados). Se pagó el precio anunciado de 16 centavos de dólar por dólar, y el pago de cancelación de intereses atrasados fue de 28,6 millones de dólares.

Los nuevos bonos tienen una cláusula de contingencia mediante la cual los bancos tendrán derecho a pagos adicionales si el producto interno bruto llega a exceder el 120% del nivel de 1989, en términos reales. Sin embargo, bajo ninguna circunstancia, estos pagos adicionales deberán exceder el 4% anual del valor agregado de los bonos y de los préstamos incluidos en la reprogramación de los intereses atrasados. Una vez que estos últimos hayan sido pagados, el límite para los pagos adicionales será de 2%.

Como parte del acuerdo, Costa Rica implantará un programa de reconversión de deuda por capital, que será de un mínimo de 20 millones de dólares anuales durante los próximos cinco años. Para financiar el acuerdo se necesitaron 225,5 millones de dólares, los cuales provinieron — por un monto de 100 millones de dólares — del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, y el resto de fuentes bilaterales que incluyeron Japón, Taiwán y los Estados Unidos, utilizándose también reservas del BCCR.

#### **IV. Bases centrales de la negociación costarricense**

La administración de la restricción a los pagos externos que ha puesto en práctica Costa Rica a partir de 1982 logró sus objetivos de impedir las transferencias de recursos al exterior y de mantener el apoyo externo al proceso de ajuste. Entre las condiciones que permitieron esta estrategia de deuda externa deben mencionarse las siguientes.

En primer lugar, destaca la formación de un consenso nacional en torno a la estrategia de la deuda externa, como base para que las autoridades pudieran tener firmeza en las negociaciones. En particular en 1985, se organizaron seminarios nacionales e internacionales con un mensaje que fue expresado por ex-presidentes, dirigentes sindicales, políticos de los dos partidos mayoritarios e incluso el presidente de la república, que planteaban con insistencia que el servicio de la deuda externa no debería hacerse teniendo que sacrificar el crecimiento de la economía.<sup>21/</sup> Cuando en 1986 se anunció que no se pagaría lo pactado a los bancos comerciales, no hubo ninguna voz de protesta internamente, por lo que en consecuencia no afectó la confianza en las actividades económicas.

Un segundo factor, vital para haber podido ejecutar restricciones a los pagos contractuales externos, fue un exitoso proceso de ajuste macroeconómico y estructural. Se logró una estabilidad macroeconómica y se inició un proceso de ajuste estructural que ha contado con un amplio respaldo político interno. La razón de este respaldo fue que el programa no era recesivo, sino más bien permitía una expansión de la economía, al tiempo que se implantaron las reformas. El esquema se basó en el shock respecto a los ajustes macroeconómicos antiinflacionarios y en la gradualidad en materia del cambio estructural. Ha contado además con programas de compensación social y de apoyo a la reconversión industrial (cuadro 4).<sup>22/</sup>

Una consideración imperante en torno al proceso de ajuste fue su secuencia. En efecto, el ajuste estructural no se inició mientras no se había alcanzado una relativa estabilidad macroeconómica. Además, la reconversión hacia las exportaciones no tradicionales a terceros mercados fue más el resultado de incentivos positivos — subsidios compensatorios y tipo de cambio — que de castigos tales como la desgravación arancelaria. Esta última sólo se inició una vez que ya había un importante proceso de asignación de los recursos de inversión hacia las exportaciones no tradicionales. Los incentivos a las exportaciones se establecieron a mediados de 1984.<sup>23/</sup> Por último, la liberalización financiera ha tenido menor prioridad que los ajustes macroeconómicos y de precios relativos. De esta manera, no se han promovido movimientos financieros especulativos. Sin embargo, cada vez más, la necesidad de reformas financieras se expresa como resultado del dinamismo de la economía.<sup>24/</sup>

En tercer lugar, el pequeño tamaño de la economía costarricense hizo posible que la ayuda multilateral y bilateral fuera grande en relación con el servicio de la deuda. Los deudores de mayor tamaño, aunque se lo propusieran, difícilmente podrían movilizar cantidades proporcionalmente tan elevadas. En este sentido, fue hermoso lo pequeño. También debe mencionarse la importancia geopolítica que adquirió Centroamérica durante la Administración Reagan, con lo que se destinaron hacia esta región fondos relativamente elevados.

En cuarto lugar, los planteamientos que hizo Costa Rica para la negociación de su deuda externa se caracterizaron por adelantarse a lo que la comunidad financiera internacional llegó luego a aceptar. Desde el inicio de la crisis se planteó el servicio de la deuda de acuerdo con la capacidad de pago, conclusión que sólo fue aceptada a nivel internacional en 1988. Cuando se

planteó el Plan Baker, basado en proporcionar dinero fresco de fuentes multilaterales, bilaterales y comerciales para poder financiar el crecimiento y el servicio de la deuda, Costa Rica no fue incluida entre la lista de posibles beneficiarios del Plan. Al preguntarse a un alto funcionario del Departamento del Tesoro en aquel momento acerca de esta no inclusión, respondió que la estrategia de financiamiento externo de Costa Rica para 1985 se había adelantado al planteamiento de Baker de setiembre de ese mismo año, y que ya constituía un ejemplo del Plan. Luego, Costa Rica fue incluida en la mencionada lista. Por último, la iniciativa Brady vino a coincidir con el planteamiento que dos años antes habían hecho las autoridades costarricenses a sus bancos acreedores, por lo que de nuevo Costa Rica fue seleccionada como beneficiaria de la iniciativa.

## V. Perspectivas

A pesar del relativo éxito en el manejo de la restricción de pagos externos, en particular con la reducción de la deuda con la banca comercial, Costa Rica todavía deberá enfrentar las consecuencias de un nivel de endeudamiento que es aún excesivo.

La ejecución del acuerdo programado con la banca comercial significa aumentar los desembolsos efectivos que en la actualidad se efectúan por concepto del servicio de la deuda. No obstante, se ha logrado legalizar una situación de incumplimiento de los contratos actuales con los acreedores comerciales, con lo cual puede esperarse que la confianza en las perspectivas de la economía mejoren, al lograr salir de una situación de moratoria e incumplimiento de pagos. Esto tendría un efecto beneficioso en el clima de inversión tanto nacional como extranjera.

El objetivo en materia de financiamiento externo no parece que debería ser una aspiración a retornar al mercado voluntario de préstamos comerciales. La economía se encontrará en el futuro previsible en los límites de su capacidad de pago, por lo que aún en el supuesto caso de que los bancos estuvieran dispuestos a reiniciar sus préstamos, no sería aconsejable volver a aumentar los niveles de endeudamiento con la banca comercial.

Incluso puede argumentarse que los niveles de endeudamiento con los organismos multilaterales están alcanzando cifras peligrosas. En este sentido, Costa Rica se está acercando más al patrón típico de los países pequeños excesivamente endeudados con los organismos multilaterales y fuentes bilaterales. Por lo tanto, es muy importante que el país limite el uso de crédito externo caro, aunque se trate de organismos multilaterales o de fuentes bilaterales.<sup>25/</sup> El objetivo debe ser reducir las necesidades de fondos externos para poder cumplir con el servicio de la deuda; de lo contrario, ante la probable reducción de estos fondos, Costa Rica se podría de nuevo ver envuelta en una crisis de pagos externos.

El alto endeudamiento con las fuentes multilaterales y bilaterales es característico en Centroamérica, así como en algunos países del Caribe y de África. La comunidad internacional ha respondido con concesiones en las deudas bilaterales para los países africanos pero se han dejado de lado los países de ingreso medio. Como se sabe, los organismos multilaterales por su parte no reprograman sus pagos ni hacen concesiones que se separen de lo originalmente contratado. En África se han diseñado los fondos de asistencia especial, en un esfuerzo combinado del FMI y del Banco Mundial, que en términos financieros proveen fondos frescos para cumplir con las obligaciones multilaterales, y así los países pueden volver a ser sujetos de crédito mientras realizan los programas de ajuste estructural. En todo caso, existe un gran número de países pequeños y medianos que en la década de los años noventa tendrán que enfrentar una crisis de deuda con los organismos multilaterales y los donantes bilaterales. El tema de las reprogramaciones de pagos de los organismos multilaterales probablemente tendrá que dejar de ser un anatema.

El crecimiento basado en el endeudamiento externo deberá ser tema del pasado. Difícilmente la capacidad de pago se recuperará más allá de las nuevas deudas en las que forzosamente se deberá incurrir para poder cumplir con los pagos a las deudas ya contraídas. Esto significa una desviación importante del estilo de desarrollo seguido antes de la crisis de la deuda, caracterizado por los bajos coeficientes de ahorro nacional y la poca inversión extranjera.<sup>26/</sup> Aún más, el esquema incluye un ineficiente sistema de intermediación financiera y un mercado de valores prácticamente inexistente.

La rentabilidad del sector exportador no tradicional y el favorable ambiente internacional, en especial la Iniciativa de la Cuenca del Caribe,<sup>27/</sup> han generado un dinámico proceso de inversión con alta participación de la inversión extranjera.

El ahorro nacional también se ha incrementado, expresándose en proporciones crecientes de la tasa de inversión bruta y, a su vez, en una participación creciente de la inversión privada (cuadro 5). Paralelo a este proceso ha habido una reforma importante del sistema de intermediación financiera, con una participación creciente de la banca privada y un mayor dinamismo de la banca estatal.

En este decenio la Bolsa Nacional de Valores, por su parte, pasó de ser un incipiente mercado a tener un volumen de transacciones diario superior a los 10 millones de dólares en la actualidad. No obstante, la gran mayoría de los títulos transados son instrumentos de deuda. Se ha planteado una reforma jurídica para hacer atractivo el financiamiento empresarial por la vía del capital accionario.<sup>28/</sup> El proceso de ajuste estructural, por su parte, está empujando a las empresas hacia la necesidad de expandir su base de capital, por lo que ya empieza un tímido aumento de la oferta de acciones en el mercado.

No obstante estas señales positivas del dinamismo de la economía, existe una dimensión interna de la deuda externa que presiona negativamente sobre la capacidad de autofinanciar el crecimiento. En gran parte ocasionado por la necesidad de financiar las transferencias al exterior, el sector público y el Banco Central han incrementado su participación en el mercado de dinero

y en el de más largo plazo. Esto se ha traducido en elevadas tasas de interés y, en general, en un "crowding out" al sector privado.<sup>29/</sup> Este problema de la deuda pública interna tiene ramificaciones todavía más graves, ya que puede convertirse en el detonante de una crisis. En la actualidad, el servicio de la deuda interna ya consume un tercio del presupuesto nacional, y esta proporción ha venido aumentando. En el corto plazo, la magnitud y el financiamiento del déficit fiscal se han constituido en la principal fuente de inestabilidad macroeconómica.

## VI. Conclusiones

El manejo de la restricción de pagos que ha hecho Costa Rica le ha permitido crecer y, por este camino, reducir el peso de la restricción. Pero quizá el efecto más importante de este manejo ha sido su impacto sobre la posición negociadora de las autoridades costarricenses.

Los atrasos en el pago de la deuda externa a los bancos comerciales fueron la norma durante el decenio pasado, con la excepción de los pocos años en que se cumplió con estos pagos. El impacto de estos atrasos fue múltiple.

En primer lugar, la acumulación de atrasos por concepto de la deuda externa fue necesaria para lograr la estabilidad macroeconómica. En contraste con otros países en los que el Estado es dueño del principal producto de exportación (como Chile, México y Venezuela), el gobierno debe adquirir en el mercado de divisas la moneda extranjera necesaria para cumplir con el servicio de la deuda. Para efectuar estas compras debe primero obtener un superávit de operaciones, pero aun así éste no ha sido suficiente para cumplir con los requerimientos en moneda local para el servicio de la deuda externa. Así, países como Argentina y Brasil han padecido un déficit recurrente, causado por la deuda externa, que se ha convertido en la principal fuente de inestabilidad macroeconómica. Costa Rica, al no cumplir con los compromisos pactados en los acuerdos de renegociación de la deuda externa, ha hecho posible el manejo del déficit fiscal.

En segundo lugar, las tasas de crecimiento obtenidas no habrían sido compatibles con el hecho de haber destinado importantes sumas de ahorro interno para cumplir con la deuda externa. En contraste con la década de los años setenta, cuando el crecimiento se financió en gran parte con ahorro externo, en los años ochenta la proporción que representó el ahorro externo decreció considerablemente, mientras que la tasa de formación de capital se recuperó, en la segunda mitad de la década, a los niveles de la década anterior. El ahorro interno debió aumentar a cifras sin precedentes para lograr las elevadas tasas de inversión. La condición para que esto pudiese ocurrir fue no haber destinado el ahorro interno al servicio de la deuda externa.

En tercer lugar, la estabilidad macroeconómica y el ajuste estructural sólo fueron posibles gracias a los fondos externos que estuvieron disponibles y

a los atrasos en el servicio de la deuda externa. La magnitud relativa de los fondos externos, a su vez, dependieron de: a) el tamaño de Costa Rica; b) su importancia geopolítica, y c) haber mantenido el apoyo de los organismos multilaterales y bilaterales. Este apoyo, a su vez, dependió del éxito de los programas de estabilización y ajuste estructural. De tal manera que se dio un efecto de retroalimentación positiva en el que uno de los elementos fue acumular atrasos en el servicio de la deuda en determinados momentos. Sin embargo, ello fue como caminar sobre el filo de la navaja, donde siempre se estuvieron forzando los límites de lo aceptado en materia de estrategias de financiamiento externo, pero sin provocar reacciones ejemplarizantes o de ostracismo de la comunidad financiera internacional. En esto influyó en buena medida la capacidad negociadora de las autoridades costarricenses para sostener posiciones duras hacia afuera y mantener un apoyo de consenso internamente.

En cuarto lugar, en cierto momento, para cumplir con la estrategia se hizo necesario provocar que el FMI se desviara del papel que había cumplido como catalizador de los pagos de intereses a los bancos internacionales por parte de los países altamente endeudados. Pero este planteamiento sólo se hizo cuando fue objetivamente posible para el FMI plantear una revisión de su estrategia.

En quinto lugar, una vez cortado el nudo gordiano de la condicionalidad cruzada, la posición negociadora de las autoridades costarricenses frente a los bancos comerciales aumentó enormemente. El servicio de la deuda en cifras inferiores a lo pactado se había convertido en un hecho consumado. A partir de este momento, se hizo posible obtener las mayores concesiones hasta la fecha obtenidas dentro del Plan Brady. Los atrasos acumulados fueron una condición de los logros económicos, que a su vez fueron necesarios para mantener el apoyo multilateral y bilateral a los procesos de ajuste, y este apoyo, a su vez, otorgó legitimidad a la política de moratoria.

En sexto lugar, cabe la reflexión de que la política de manejo de la restricción de pagos externos fue de alto riesgo, pues si la evolución de las circunstancias externas no hubiera tenido la coincidencia que tuvo con las internas, los éxitos obtenidos se habrían desmoronado. Pero cuando esta política se evalúa teniendo como patrón de referencia las opciones, los riesgos incurridos quizá fueron menores. Las otras dos alternativas que se pueden plantear son: a) una moratoria de confrontación, que posiblemente habría tenido como consecuencias una reducción drástica de los flujos de ahorro externo y un ostracismo creciente de la comunidad internacional, lo que habría hecho más difícil el manejo interno de las políticas económicas, y b) un servicio puntual de la deuda externa, que probablemente se habría asociado a climas recesivos e inflacionarios que hubieran dificultado el proceso de ajuste estructural y, probablemente, debilitado la capacidad de negociar concesiones frente a los bancos comerciales, al perder el apoyo de los mismos organismos multilaterales. En síntesis, la estrategia seguida fue de alto riesgo, pero ante la ausencia de alternativas realistas se representó bien la práctica del arte de lo posible.

## Notas

- 1/ Para un análisis del programa de estabilización véanse Castillo (1986) y Rodríguez (1988).
- 2/ Para un resumen detallado de las condiciones financieras de las primeras cuatro rondas de reprogramación de la deuda en América Latina, véase Devlin (1989), pp. 182-193.
- 3/ Los resultados de este seminario fueron ampliamente divulgados nacional e internacionalmente, y fueron publicados en Rodríguez y Carrillo (1987).
- 4/ El Acuerdo de Cartagena fue una agrupación de 11 países latinoamericanos que se reunió regularmente para evaluar el manejo internacional del problema de la deuda. El Acuerdo se formó en junio de 1984.
- 5/ Para una descripción de las distintas fases del manejo internacional del problema de la deuda y las iniciativas tales como el Plan Baker, véase Devlin (1989).
- 6/ El riesgo de transferencia surge de la posibilidad de que el Banco Central o la autoridad monetaria que administra las divisas no pueda o no desee entregar divisas para que un deudor del país cumpla con el servicio de una deuda externa; de tal modo, el sector público puede estar constituido por múltiples entidades jurídicamente independientes, al igual que las instituciones del sector privado, pero todos los deudores de un país pueden ser concebidos como un solo deudor, en vista del riesgo de transferencia.
- 7/ La llamada Cláusula de Renuncia de soberanía apareció en los cuatro contratos de préstamos de la banca privada durante los años setenta. Para más antecedentes al respecto, véase el artículo de Biggs, en este mismo volumen.
- 8/ Un tratamiento más detallado de este tema puede encontrarse en Rodríguez (1988), en el cual se basan estos comentarios. Este tema también se trata con más detalle en el artículo de Biggs, en el presente volumen.
- 9/ Los productos de exportación y las aeronaves de la línea costarricense (LACSA) no podían ser sujetos de embargo, en la medida en que no eran propiedad del Estado costarricense. El Estado es propietario de parte de las acciones de LACSA, pero al ser una sociedad anónima regida por la legislación comercial y con la participación de accionistas privados, sus bienes no fueron sujetos de embargo ante el incumplimiento de otras obligaciones por parte del estado costarricense o de sus instituciones.
- 10/ Una alternativa para el manejo de operaciones internacionales la ofreció el Citicorp, a partir de 1988, con su plan de "Worldwide Payments System", que básicamente consiste en un derecho de sobregirar la cuenta corriente y cancelar los saldos negativos al final del día. El atractivo del sistema para un país altamente endeudado es que no requiere tener activos financieros líquidos en un banco estadounidense, que podrían correr el riesgo de un embargo, para poder manejar una cuenta corriente.
- 11/ Más adelante se describe el mencionado acuerdo.
- 12/ El acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) se realizó en diciembre de 1982; con el Club de París, en enero de 1983; con los bancos comerciales, en septiembre de 1983; con el Banco Mundial (BM), en agosto de 1985, y con la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) en 1982.
- 13/ El apoyo de balanza de pagos mediante un "Economic Support Fund" (ESF) de la AID fue la principal ayuda que estuvo disponible antes de que el programa de estabilización macroeconómica mostrara sus primeros frutos. La segunda fuente de fondos externos durante este período fue el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el que accedió a desembolsar préstamos de proyectos ya contratados.
- 14/ Para un análisis de la combinación de elementos ortodoxos y heterodoxos en el proceso de ajuste, véase Rodríguez (1988).
- 15/ Si bien el BID participó en las reuniones conjuntas que definieron el marco de la condicionalidad cruzada, no se sumó a este esquema y mantuvo su condicionalidad por proyecto.

- 16/ Para una presentación de la base jurídica de las negociaciones de Costa Rica, véase Rodríguez (en prensa-a). Los siguientes comentarios se basan en ese trabajo.
- 17/ Bolivia, Congo, Ghana, Granada, Guyana, Jamaica, Mauritania, Nicaragua, la República Centro Africana, Sierra Leona, Sudán, Togo, Turquía, Uganda, Zaire y Zambia.
- 18/ Estrictamente, se requirió una aprobación por parte de una masa crítica del universo de los bancos de los acuerdos alcanzados con el Comité Asesor en diecinueve casos, y para el resto fue suficiente un acuerdo en principio con el Comité. Las excepciones en este período fueron los acuerdos con Yugoslavia en 1982, Bolivia en 1986, Chile en 1987 y Costa Rica en 1987. Para cada uno de estos casos se han argumentado circunstancias especiales.
- 19/ Para una ampliación, véase Rodríguez (en prensa).
- 20/ Para una evaluación detallada del Plan Brady, véase CEPAL (1990a).
- 21/ Véase, por ejemplo, al Presidente Monge (1987).
- 22/ Empero, el resultado electoral de febrero de 1990 fue desfavorable para el Gobierno del Presidente Arias, en parte debido a los limitados programas de compensación social.
- 23/ Se logró en el contexto de la negociación del "Economic Support Fund" de la AID. Este tipo de fondos sólo se otorga a países con interés geopolítico para los Estados Unidos.
- 24/ Un análisis más detallado de la secuencia y gradualidad de los ajustes se puede ver en Rodríguez (1988) y Rodríguez (en prensa-a).
- 25/ Ha sido acertado que Costa Rica no hiciera uso de los derechos especiales de giro a que tuvo acceso durante el último convenio de contingencia con el FMI, pues éste es un crédito muy caro y de corta duración.
- 26/ Cuando Costa Rica ingresó al MCCA, en 1963, se produjo un importante flujo de inversión extranjera, pero conforme disminuyeron las posibilidades de la etapa fácil de sustitución de las importaciones, estas inversiones también disminuyeron.
- 27/ Véase Rodríguez et al (1989) para un análisis del impacto de la Iniciativa de la Cuenca del Caribe en Centroamérica.
- 28/ La situación actual se caracteriza por un sesgo tributario que estimula el crecimiento por la vía de las deudas, una ausencia de protección a los derechos de los accionistas minoritarios, inexistencia de una comisión nacional de valores, las tradiciones empresariales y falta de desarrollo institucional capaz de promover la liquidez en los mercados primario y secundario. Para un análisis de la situación centroamericana y de las posibilidades de desarrollos regionales en los mercados de capitales, véase Rodríguez (1991).
- 29/ En 1989, las empresas con capacidad de acudir a financiarse a la Bolsa Nacional de Valores debieron pagar tasas reales superiores al 16%; las que debieron financiarse en el sistema bancario y financiero pagaron más de 20%.

**Cuadro 1**  
**MOVIMIENTO NETO DE CAPITALES, 1982-89**  
*(millones de dólares)*

Año	Movimiento neto capitales <sup>a/</sup>	Porcentaje exportaciones de bienes
1982	-14	-1,6
1983	33	3,8
1984	-52	-5,6
1985	130	14,6
1986		
1987	183	16,5
1988	266	22,0
1989 <sup>b/</sup>	310	23,4

Fuente: CEPAL con base en fuentes oficiales y del Fondo Monetario Internacional.  
a/ Incluye capital a corto y largo plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.  
b/ Cifra preliminar.

**Cuadro 2**  
**INTERESES ADEUDADOS Y PAGOS DE INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA POR ACREEDOR, 1985-88**  
*(porcentajes)*

	1985		1986		1987		1988	
	Adeudado	Pagado <sup>a/</sup>	Adeudado	Pagado <sup>a/</sup>	Adeudado	Pagado <sup>a/</sup>	Adeudado	Pagado <sup>a/</sup>
<b>Total</b>	100,0	100,0	100,0	71,5	100,0	36,2	100,0	63,6
<b>Acreeedor:</b>								
<b>Bancos</b>								
comerciales	46,8	100,0	47,0	66,6	46,1	26,6	45,8	35,4
Fuentes bilaterales	16,8	60,4	19,6	41,7	18,6	42,1	18,0	48,0
Fuentes multilaterales	23,6	100,1	26,7	101,0	28,9	92,2	29,7	118,8
Otros	12,7	152,3	6,8	75,0	6,3	167,2	6,6	53,3

Fuente: CEPAL con base en cifras del Banco Central de Costa Rica.  
a/ Corresponde al porcentaje efectivamente pagado por acreedor en relación con el monto adeudado (pago contractual).

**Cuadro 3**  
**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS,**  
**1982-89**  
*(porcentajes)*

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 <sup>a/</sup>
Crecimiento PIB	-7,3	2,7	7,8	0,7	5,3	5,3	2,8	5,0
PIB per cápita	-10,0	-0,3	4,8	-2,1	2,4	2,5	0,1	2,3
Precios consumidor	81,7	10,7	17,3	11,1	15,4	16,4	25,3	9,9
Desempleo abierto	9,4	9,0	7,9	6,9	6,2	5,6	5,6	5,5
Salario mínimo real urbano	-5,0	15,6	5,1	7,5	5,8	-0,1	-1,8	...
Exportaciones	-13,3	-1,8	16,9	-5,6	15,1	2,3	8,9	9,4
Exportaciones no tradicionales					-1,0	14,7	19,3	27,4

Fuente: CEPAL con base en cifras oficiales.  
a/ Cifras preliminares.

**Cuadro 4**  
**EVOLUCION DE LA PROTECCION ARANCELARIA NOMINAL**  
*(porcentajes)*

	Arancel antes de 1985		Régimen nuevo 1987		Meta SAL II 1992	
	Protec- ción <sup>a/</sup>	Desvia- ción es- tándar	Protec- ción <sup>a/</sup>	Desvia- ción es- tándar	Protec- ción <sup>a/</sup>	Desvia- ción es- tándar
<b>Total de la economía</b>	52,8	61,5	26,4	21,4	16,4	12,9
<b>Materias primas e Intermedios</b>						
Producidos localmente	54,3	72,6	30,7	17,4	20,9	8,3
No producidos	32,6	29,3	10,3	5,5	5,0	2,7
<b>Bienes de capital</b>						
Producidos localmente	73,9	47,3	34,7	20,7	24,7	7,5
No producidos	23,7	9,4	17,1	4,8	5,5	2,0
<b>Bienes de consumo</b>						
Producidos localmente	92,5	69,4	50,0	17,5	32,6	8,7
No producidos	135,0	70,7	56,3	35,6	34,0	9,2
<b>Bienes esenciales de consumo</b>	40,6	27,0	9,7	7,5	5,4	5,8

Fuente: CEPAL con base en cifras oficiales y estimaciones del Banco Mundial.  
a/ Mediana de la tarifa arancelaria.

**Cuadro 5**  
**PROPENSION MEDIA A INVERTIR Y PARTICIPACION RELATIVA PUBLICA Y**  
**PRIVADA EN LA FORMACION DE CAPITAL FIJO, 1984-88**  
*(porcentajes)*

Año	Propensión media a invertir	Formación de capital fijo		
		Público	Privado	Total
1983	24,2	35,0	65,0	100,0
1984	22,7	31,9	68,1	100,0
1985	25,9	36,8	63,2	100,0
1986	25,2	31,7	68,3	100,0
1987	28,2	22,5	77,5	100,0
1988	27,8	20,8	79,2	100,0

Fuente: Consejo Monetario Centroamericano con base en cifras oficiales.

## Bibliografía

- Allied Bank (1984) 733 F. 2ª, an 26, Ap. B, Washington D.C.
- Castillo, C.M. (1986), "La crisis internacional de la deuda: el caso de Costa Rica", en Ffrench-Davis, R. y Feinberg, R. (comp.), *Más allá de la crisis de la deuda. Bases para un nuevo enfoque*. Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano.
- CEPAL (1984), *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina*, Serie Cuadernos de la CEPAL, n° 48, Santiago de Chile.
- (1990a), *América Latina y el Caribe: Opciones para reducir el peso de la deuda*, Libros de la CEPAL n° 26, Santiago de Chile.
- (1990b), "Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1990", Santiago de Chile, diciembre.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- Lizano, E. y Charpentier, S. (1987), "La condicionalidad cruzada y la deuda externa", en Rodríguez, E. y Carrillo, M.A., (comp.) *Deuda externa: El caso de los países latinoamericanos pequeños*, San José, Banco Centroamericano de Integración Económica.
- Monge, L.A. (1987). "La deuda externa de los países latinoamericanos pequeños", en Rodríguez, E. y Carrillo, M.A. (comp.), *Deuda Externa: el caso de los países centroamericanos pequeños*, San José, Banco Centroamericano de Integración Económica.
- Rodríguez E. y Carrillo M.A. (comp.) (1987). *Deuda Externa: el caso de los países latinoamericanos pequeños*, San José, Banco Centroamericano de Integración Económica.
- Rodríguez, E., Morales, P.A., Figueres, M. y Weisleder, S. (1989), "Análisis de las oportunidades de expansión brindadas por la Iniciativa de la Cuenca del Caribe", San José, Alternativas de Desarrollo.
- Rodríguez, E. (1987), "Crecimiento y deuda externa: el caso de los países pequeños", en Rodríguez, E. y Carrillo, M.A., (comp.), *Deuda Externa: el caso de los países latinoamericanos pequeños*, San José, Banco Centroamericano de Integración Económica.
- (1988), "Costa Rica: en busca de la supervivencia", en Griffith-Jones, S. (Comp.), *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica.
- (en prensa-a). "A path in the maze: Costa Rica, Cross-conditionality and Development", en Rodríguez, E. y Griffith-Jones, S. (comp.), *Cross-Conditionality, Banking Regulations and the Debt Crisis*, Londres, Macmillan.
- (en prensa-b), "The political economy of banking regulations", en Rodríguez, E. y Griffith-Jones, S., (comp.), *Cross-conditionality, Banking Regulations and the Debt Crisis*, Londres, Macmillan.

- (1991), "Plan de acción para el desarrollo de los mercados de capitales en Centroamérica", en Rodríguez, E. (comp.) *El desafío del desarrollo centroamericano*. San José: EUNED.
- Vargas, F. (1987), "Experiencias de negociación de la deuda externa: el caso de Costa Rica, 1982-1983", en Rodríguez, E. y Carrillo, M.A., (comp.), *Deuda Externa: el caso de los países latinoamericanos pequeños*, San José, Banco Centroamericano de Integración Económica.

# LA MORATORIA ECUATORIANA

*Mauricio Yepes*

## Introducción

El peso del endeudamiento externo constituye uno de los factores más importantes dentro de la problemática económica en toda la Región. Desde 1982, cuando estalla el problema con la moratoria de pagos decretada por el gobierno mexicano, los países han intentado diversas estrategias con el fin de alcanzar un objetivo común básico: reducir los flujos netos de recursos financieros al exterior.

Las estrategias han sido variadas: a) cumplimiento estricto de pagos, pero con la renegociación de los términos con base en paquetes que incluyen reducción de los márgenes sobre tasas de interés y ampliación en los plazos de pago de capitales; b) renegociaciones basadas en programas que incluyen ciertos elementos de reducción de la deuda, constituyentes en acuerdos globales donde se reduce la deuda a cambio de estrictas garantías sobre el pago de las obligaciones pendientes; c) acuerdos para la recompra de la deuda en el mercado secundario; d) moratorias parciales, manteniendo al mismo tiempo abiertas las negociaciones para un acuerdo de largo plazo, y e) moratorias parciales acompañadas de posiciones de enfrentamiento, limitando los pagos con base en algún indicador macroeconómico escogido unilateralmente.

En el caso específico del Ecuador, se han intentado algunas de las estrategias antes indicadas. En una primera fase, se utilizó simplemente las llamadas "renegociaciones ortodoxas", es decir, paquetes que incluían reducción de los márgenes sobre tasas de interés, ampliación en los plazos de pago de capital y, en algunos casos, recursos frescos.<sup>1/</sup> En una segunda fase, desde enero de 1987 hasta agosto de 1988, se entró en un proceso de moratoria casi total con la banca privada, y parcial con organismos internacionales y bilaterales, manteniéndose los contactos y negociaciones, sin llegar en ningún momento a un esquema de conflicto abierto. En una tercera fase, desde agosto de 1988, se ha mantenido una moratoria parcial de pagos con la banca privada (siempre dentro de un marco global de diálogo y negociaciones casi conti-

[ pág. 219 ]

nuas), y se han priorizado los pagos a los organismos internacionales y bilaterales.

En este contexto, describimos aquí la evolución de los diversos factores ligados al conjunto del endeudamiento externo, y sobre todo lo referente a la moratoria y las restricciones de pago que se han producido en el Ecuador. De esta manera, se pretende entregar elementos de juicio más importantes respecto a viabilidad y resultados, en términos de flujos financieros externos, a los que ha llegado el país por el camino que se podría calificar como de "restricción parcial de pagos en un marco de continuas negociaciones, cumplimiento de ciertos compromisos preestablecidos y priorización de pagos a ciertos acreedores". Se pone especial énfasis en la eficacia de este sistema frente a dos problemas cruciales: a) la posibilidad de generar flujos financieros positivos y b) la capacidad de forzar un acuerdo de largo plazo que permita mejorar el perfil futuro de pagos al exterior.

## I. Origen de la deuda externa – la década de los años setenta

En 1973 coincidieron dos acontecimientos de singular importancia en la vida económica del Ecuador. El primero de ellos fue el inicio de las exportaciones petroleras, posible gracias a la conclusión del oleoducto transecuatoriano que transporta el petróleo desde las selvas orientales hasta el puerto de Balao. El segundo es el paralelo y explosivo incremento del precio internacional de este nuevo producto de exportación (primer *shock* del petróleo). Esta coincidencia ocurrió en un momento en que el país intentaba consolidar un modelo político y económico de mayor influencia del Estado, orientado por el esquema sustitutivo de importaciones, muy en boga en América Latina desde la década de los años cuarenta.

De acuerdo con este esquema, se canalizó una parte importante de los nuevos ingresos petroleros hacia el fomento de la actividad industrial, la que en el largo plazo debía ser la proveedora de las divisas necesarias para sustentar el desarrollo sostenido del país cuando se produjera una disminución de los ingresos por concepto de la venta de hidrocarburos.

Para tal efecto, se consideró de vital importancia, por una parte, mantener artificialmente bajo el tipo de cambio, pese a que la inflación interna presentó de inmediato signos de fuerte incremento en relación con sus estándares históricos, debido a la monetización de origen externo provocada por el aumento de las exportaciones; por otra parte, se mantuvo en general la tasa de interés interna en niveles reales negativos. El tipo de cambio real bajó de un nivel 100 en 1970 a 76,7 en 1979, evidenciando el rezago cambiario acumulado en el decenio. Asimismo, la tasa de interés real (calculada con base en la evolución de los precios de exportación) tuvo un nivel promedio anual de -0,7% (cuadro 1).

Estos factores tendían a incentivar la inversión y a mantener un ambiente de estabilidad, propicio para el desarrollo de las actividades producti-

vas, principalmente la industrial. Sin embargo, frente a la absoluta estabilidad cambiaria, al inversionista le resultaba más conveniente obtener financiamiento externo que recurrir a las fuentes internas posibles, las que no habían crecido en la magnitud requerida frente a la desincentivación provocada por los intereses negativos. Además, los recursos externos se ofrecían a precios sumamente bajos y sin condicionalidad alguna, pues los mercados internacionales se encontraban saturados de petrodólares provenientes de Medio Oriente.

Paralelamente, y más bien hacia finales del decenio, empezaron a generarse importantes procesos especulativos y de fuga de capitales, ligados a la combinación de un tipo de cambio fijo y bajas tasas de interés, con un creciente déficit de las cuentas externas, que debían necesariamente conducir a un proceso devaluatorio acelerado.

Analizada esta política en perspectiva, se puede afirmar que, en alguna medida, incentivó el desarrollo de una incipiente industria, pero debido a las ventajas cambiarias y financieras y a las rigideces de la contratación laboral que el país enfrentaba, esta industria, lejos de constituirse en generadora de empleo y de divisas, fue altamente dependiente de financiamiento e insumos importados e intensiva en el uso de capital.

El factor económico más importante del decenio fue la creación de un enorme aparato estatal que intervino en la economía como regulador, productor y asignador de recursos. En este sentido, cabe destacar algunos aspectos:

- incremento regular de los ingresos petroleros que en 1979 alcanzaron a más del 8% del PIB;
- disminución continua de los ingresos fiscales no petroleros —del 19% del PIB, en 1970, a 16% del PIB, en 1979—, debido a una menor disciplina de recaudación y a tarifas no ajustadas a la inflación. En particular, se dio un enorme subsidio vía bajos precios de los combustibles dentro del país, llegándose a una relación de 0,20 entre el precio interno y el precio internacional a finales del decenio;
- incremento significativo de los gastos de inversión, que en el período pasaron del 5% al 10% del PIB;
- déficit del sector público consolidado que superó en los últimos años del decenio el 5% del PIB (la recuperación de 1979 se debió a los efectos favorables del segundo *shock* petrolero).

Naturalmente, el gasto público ejerció durante este período una presión adicional sobre la demanda agregada y en consecuencia sobre el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. De esta manera, hacia fines del período, dicho déficit alcanzó 700 millones de dólares, es decir, superó el 5% del PIB, a pesar de que en 1979 el precio internacional del petróleo se situaba ya por encima de los 20 dólares el barril (cuadro 2).

En la segunda mitad del decenio, estos diversos factores llevaron a un incremento notable de la deuda externa, que pasó de 693 millones de dólares, en 1976, a 3.554 millones de dólares, en 1979, es decir, un crecimiento promedio del 72% anual. Paralelamente, los indicadores de endeudamiento empeoraron rápidamente, alcanzando el servicio de la deuda a un 74% de las expor-

taciones y a cerca del 20% del PIB, con lo que la deuda misma equivalía al 165% de las exportaciones y al 37% del PIB (cuadros 3 y 4).

Al finalizar el decenio, las cifras evidenciaron la perspectiva de una crisis general de la economía, pues por una parte el servicio de la deuda externa no permitía satisfacer adecuadamente los requerimientos de importación de un aparato productivo fuertemente dependiente de insumos foráneos, y por la otra, la producción interna no había evolucionado en la misma proporción en que se incrementaron las obligaciones financieras denominadas en divisas. Existen factores de fondo que muestran la evolución negativa de la economía, tales como :

- tendencia a una disminución de las inversiones en el sector exportador, lo que aparecerá con claridad en la década de los años ochenta;
- aumento de importaciones superando los 2.000 millones de dólares;
- déficit creciente de cuenta corriente (parcialmente disimulado por el segundo *shock* petrolero);
- baja producción en el sector agrícola, con una tasa de crecimiento de apenas 3,1 en el decenio.

## II. Crisis de la deuda externa — la década de los años ochenta

Los años ochenta se iniciaron con un inusitado crecimiento de la producción interna, ligado en gran medida a los recursos provenientes del segundo *shock* petrolero de 1979-80, lo que permitió en alguna medida mejorar las relaciones del servicio de la deuda externa frente a las exportaciones y frente al producto interno bruto. Sin embargo, esta mejora, además de ser transitoria, no fue de magnitud suficiente como para resolver la delicada situación de fondo del sector externo de la economía.

Además, para el Ecuador en el decenio de 1980 concluyó el período dominado por la estrategia de “endeudamiento agresivo” que caracterizó al período 1976-79, siendo por el contrario la oportunidad de empezar a preocuparse por el servicio de la deuda, que hacia 1982 consumía ya el 85% de las exportaciones y equivalía a un 15% del PIB. Ello era una consecuencia inevitable de la combinación de tasas internacionales de interés elevadas con un nivel de deuda que superaba el 300% de las exportaciones y el 50% del PIB (cuadros 5 y 6).

Pese a que en términos económicos se puede afirmar que desde 1979 existió una crisis del sector externo ecuatoriano, en lo formal esta crisis se manifestó en 1982, cuando las autoridades económicas del país se vieron obligadas a suspender el pago del capital y solicitaron una renegociación de los términos de la misma. Esta moratoria del servicio de capital coincidió, tanto cronológicamente como en montos de la deuda, con la suspensión de pagos externos de otros países de la región, con México a la cabeza.

El temor que se produjo entre los bancos acreedores con la situación mexicana, condujo a éstos a la inmediata disposición de no renovar operacio-

nes de crédito que, en las circunstancias antes vigentes, habrían sido de renovación casi automática. Para estos fines, se invocaron cláusulas contractuales que condicionaban la permanencia de las líneas a la existencia de condiciones favorables en el mercado financiero internacional.

A su vez, la decisión mencionada restringió aún más el flujo de divisas hacia el Tercer Mundo y tuvo el efecto de generalizar la crisis de la deuda, manifestada en la suspensión del pago de amortizaciones por parte del Ecuador y la gran mayoría de los países de la Región. En lo referente al pago de intereses, el Ecuador, al igual que la mayoría de los países deudores, se mantuvo al día. En las circunstancias descritas, se iniciaron las reuniones de los representantes del gobierno con los acreedores externos, constituyendo el inicio de diversas etapas del proceso de negociación y pago de la deuda externa. Pero es importante tener presente el marco económico interno en que las autoridades desarrollaron dicho proceso:

- Paulatinamente se fueron abandonando las restricciones en el mercado financiero; se elevaron las tasas de interés en función de la evolución de la inflación, y a partir de 1985 se crearon instrumentos cuyos precios fueron determinados exclusivamente por el equilibrio de la oferta y la demanda en el mercado. Asimismo, se fueron eliminando las tasas de interés subsidiadas, lo que permitió un incremento sustancial del ahorro financiero.
- Se produjo un ajuste del tipo de cambio, lo que permitió, en 1986, volver en términos reales al mismo nivel de 1970 (cuadro 7). De esta manera, las exportaciones no petroleras, que en 1983 alcanzaron un mínimo de 615 millones de dólares (36% menos que en 1979), se recuperaron hasta llegar a cerca de los 1.200 millones en 1985. A partir de entonces, se produjo un total estancamiento en el mismo nivel. En el período 1986-88 se experimentó un sistema cambiario de flotación total para las operaciones de capitales y de bienes y servicios. Es importante señalar que en el país siempre se ha mantenido un mercado de cambio de capitales totalmente libre.
- Se observó el deterioro de la situación financiera del sector público, que en 1982 alcanzó un déficit superior al 9% del PIB. El estricto ajuste que se dio a partir de esa fecha (alza de tarifas, control de gastos, elevación del precio interno de los combustibles) permitió alcanzar un superávit importante en 1985, pero por la caída del precio del petróleo y el terremoto de 1987, la situación se deterioró rápidamente en los años siguientes (cuadro 8).
- Disminución de las importaciones que, luego de un máximo superior a 2.300 millones de dólares en 1981, cayeron a apenas 1.421 millones en 1983. En consecuencia, el saldo en cuenta corriente, que alcanzó un déficit de 1.200 millones de dólares en 1982, cayó a apenas 134 millones en 1983 y, eventualmente, llegó a un superávit en 1985 (cuadro 8).
- Durante todo el decenio se fue modificando el patrón de crecimiento sectorial. La industria creció en promedio al 0,9%, mientras el sector agropecuario en general alcanzó el 4,5% (cuadro 8).

### III. Procesos de renegociación de la deuda externa

#### 1. Recurso a la falta de liquidez

Durante una primera etapa de la crisis de la deuda del Tercer Mundo, los acreedores enfocaron el cese de pagos como resultado de una falta de liquidez temporal de divisas por parte de los deudores. Esto motivó el establecimiento de reprogramaciones anuales de los pagos de capital y la concesión de recursos frescos de crédito, suficientes para permitir el refinanciamiento parcial de los intereses, en montos adecuados para cubrir la brecha financiera de la balanza de pagos. Estas operaciones siempre se llevaron a cabo en condiciones comerciales, es decir, sin pérdidas para los acreedores. En el cuadro 9 pueden apreciarse los montos anuales correspondientes a desembolsos por refinanciamiento recibidos por el Ecuador entre 1982 y 1988. Como allí se observa, el enfoque de falta de liquidez vigente para el refinanciamiento llegó a su punto culminante en 1986, cuando el país obtuvo un refinanciamiento por más de 1.800 millones de dólares, provenientes casi en su totalidad de la banca extranjera. Durante todo el período, dichos refinanciamientos fueron muy importantes, ya que representaron en promedio un 86% del total de los vencimientos de amortización efectivamente cancelados y pagos de intereses de cada año.

Desde las primeras renegociaciones, en 1982, la banca privada introdujo la necesidad de participación de los demás acreedores en el financiamiento de la brecha de la balanza de pagos, lo cual indujo al Ecuador a negociar con los países miembros del Club de París, pese a que los montos involucrados no eran de magnitud importante. (En el cuadro 9, los valores correspondientes al Club de París forman parte de los rubros gobiernos y proveedores.)

Paralelamente, en los procesos de refinanciamiento se atribuyó un papel diferente pero central a los organismos financieros internacionales. Así, el Fondo Monetario Internacional (FMI) intervino como auditor de las políticas económicas de los programas de ajuste y de financista de corto plazo, vía sus diversas líneas de crédito (programas *stand-by*, financiamiento por caída de los precios de exportación), mientras que el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) llegaron a constituirse en las principales fuentes de financiamiento para el desarrollo del país, lo cual se puede apreciar en el cuadro 10, donde se evidencia tanto el crecimiento de la participación de los organismos y gobiernos en el saldo de la deuda como la disminución relativa de las obligaciones para con los bancos privados.

#### 2. Enfoque financiero introducido por el Plan Baker

A mediados del decenio surgió el denominado Plan Baker, que rechazó el simple enfoque de falta de liquidez temporal de divisas como sustento de las renegociaciones de la deuda, incorporando una pretendida solución a mediano plazo que debía concretarse en las reprogramaciones multianuales de los vencimientos, con períodos de repago sustancialmente más largos. Ello invo-

lucraba un financiamiento mayor con recursos frescos para los países deudores, recursos que se consideró debían ser provistos por los gobiernos acreedores y por la banca comercial. El otorgamiento de este nuevo financiamiento se encontraría sujeto a la realización de notables esfuerzos para el cumplimiento de los programas de estabilización acordados con el FMI.

En 1985, el Ecuador fue calificado país elegible para participar en el Plan Baker (el país se encontraba dentro de la lista inicial de los 15 países favorecidos).<sup>2/</sup> Fue así como, en 1986, se obtuvo un acuerdo en principio para un refinanciamiento multianual con la banca comercial y con el Club de París. Sin embargo, el conflicto entre BM y la banca comercial respecto de los montos de recursos frescos que cada institución debía proporcionar al país no permitió que este acuerdo se ejecutase. El único aporte posible fue obtener, a fines de 1986, un financiamiento de la banca privada de corto plazo, que ascendió a 220 millones de dólares, garantizado con las exportaciones petroleras, con lo que se pretendió dar la imagen de que el país había normalizado su situación en el mercado financiero internacional. (Este préstamo se denominó "facilidad petrolera".)<sup>3/</sup> Por su parte, el gobierno de los Estados Unidos concedió un crédito puente de 75 millones de dólares como respaldo a la gestión económica del Gobierno de Febres Cordero.

### **3. Caída del precio del petróleo y efectos del sismo de 1987**

Profunda incidencia sobre la situación del sector externo ecuatoriano tuvo, a partir de finales de 1985, la drástica caída del precio internacional del petróleo a niveles de hasta 6 dólares por barril, lo que obligó a que en enero de 1987 se implementase como estrategia de negociación la suspensión unilateral de los pagos de intereses que se adeudaban a la banca internacional. Esta suspensión llevó a una inmediata reunión del Comité Asesor de Bancos y de las autoridades económicas del Ecuador, misma que fue interrumpida por el surgimiento de un grave conflicto político en el país, que dio lugar al secuestro del Presidente de la República por un grupo de militares. La incertidumbre y desorientación causadas por este acontecimiento interrumpieron las conversaciones, estableciéndose en consecuencia una primera fase de moratoria que hasta cierto punto podría calificarse como "aceptada por las partes ante los acontecimientos internos del país". Posteriormente, y antes de que se produjera un segundo vencimiento de intereses del año (hacia mediados de marzo), la suspensión de pagos, que en cierta forma se planteó como una posición negociadora, se convirtió en una simple necesidad financiera cuando, a partir del 5 de marzo, el Ecuador debió suspender la producción y exportación de petróleo y sus derivados debido a los daños ocasionados al oleoducto por los fuertes sismos que sufrió sobre todo la región oriental del país.

Esta situación determinó la suspensión indefinida de las negociaciones con el Comité Asesor y con el Club de París, pues no existía certeza respecto del tiempo que tomaría la reparación de los daños señalados y el reinicio consecuente de la exportación del producto que constituye la principal fuente de divisas del país. Se llegó a un acuerdo, aceptado por todas las partes, estimándose que lo más adecuado sería esperar hasta que se pudiera negociar sobre condiciones más normales de la economía. En consecuencia, se suspendió el

servicio de la deuda externa con estos acreedores. Durante este período, el principal apoyo que recibió el país fue un préstamo en crudo de Nigeria y Venezuela, por un monto del orden de los 200 millones de dólares.

Posteriormente, una vez superada la grave situación externa, se reiniciaron en agosto-septiembre de 1987 las negociaciones con la banca privada, a través de su comité de gestión, y se llegó a un acuerdo a principios del mes de octubre que comprendía los siguientes puntos:

- disminución del margen sobre la tasa de interés de su nivel vigente de 1,38% sobre la LIBOR a 0,81%;
- otorgamiento de 350 millones de dólares de recursos frescos para cubrir la casi totalidad de los atrasos de intereses acumulados desde enero del mismo año;
- ampliación de los plazos de amortización de la deuda reestructurada, de 12 años a casi 19 años;
- obligación del país de reasumir inmediatamente los pagos de intereses;
- necesidad de renovar la denominada facilidad petrolera;
- menú de opciones que permitiría la emisión de bonos de salida y la inauguración de programas de conversión de deuda;
- compromiso de iniciar inmediatamente nuevas negociaciones sobre un esquema de reducción de la deuda.

Por varias razones, este acuerdo nunca llegó a firmarse. En primer lugar, la banca privada demoró demasiado en conseguir los 350 millones de dólares (hasta fines de diciembre de 1987 sólo se habían conseguido 240 millones), lo que, sumado a la inminencia de la primera vuelta de las elecciones presidenciales en el país, en enero de 1988, produjo una coyuntura política totalmente inadecuada para completar el paquete. En segundo lugar, el país experimentó serios problemas financieros para cumplir regularmente con el servicio de la deuda. Esta regularidad se mantuvo en noviembre, diciembre y parte de enero (gracias a grandes esfuerzos del país y a un crédito puente del gobierno de los Estados Unidos), pero fue imposible prolongarla debido a: i) una nueva caída del precio del petróleo; ii) importantes intervenciones del Banco Central en el mercado de libre cambio (alrededor de 200 millones de dólares), y iii) la necesidad de cancelar los 220 millones de dólares del crédito de la "facilidad petrolera" antes mencionada, que no se pudo renovar. La imposibilidad de renovar el crédito surgió en parte por razones políticas internas, ya que el Congreso la declaró anticonstitucional. Pero también había razones financieras externas vinculadas a la necesidad de repagarla, expuesta por el banco agente de la sindicación (Paribas de Francia), para convencer a los bancos participantes de que se trataba realmente de una operación de corto plazo. Este repago fue posible gracias a que la garantía existente daba lugar a débitos automáticos en las cuentas del banco agente. Aunque la renovación era uno de los elementos centrales de financiamiento contemplados dentro del acuerdo de reprogramación aprobado por el Comité Asesor, el Banco Paribas se opuso a renovar esta facilidad.

Desde enero de 1988 se reiniciaron los pagos en crudo a Venezuela y Nigeria por concepto de un préstamo otorgado, con el fin de mantener un mínimo de oferta exportable, luego del terremoto de marzo de 1987. Estos pagos

disminuyeron los ingresos en divisas, y en consecuencia, la capacidad de cumplir con el compromiso de pagos de intereses a la banca internacional.

Desde entonces, y hasta el cambio de gobierno, en agosto de 1988, se sostuvieron abiertas conversaciones generales, y al mismo tiempo se mantuvo vigente la suspensión de pagos del servicio de la deuda. Hasta cierto punto, hubo un entendimiento aceptado implícitamente por las dos partes, en el sentido de que no se podía llegar a ningún otro tipo de compromiso en los pocos meses que le quedaba al Gobierno de Febres Cordero.

#### 4. Moratoria total

La situación antes reseñada dio lugar a una moratoria casi total, puesto que no existían disponibilidades para cancelar ni siquiera los vencimientos con organismos internacionales, llegándose con ello a acumular atrasos de intereses y capital por valores de 745 millones de dólares a fines de 1987, de 1.156 millones de dólares al finalizar 1988 y de 1.777 millones de dólares al finalizar 1989. Se estima que la cifra para fines de 1990 debe situarse en alrededor de 2.200 millones de dólares. La repartición de los atrasos por acreedor en el período 1987-89 se presenta en el cuadro 11.

De lo expuesto se concluye que la moratoria de la deuda externa ecuatoriana se originó debido a varios factores claramente identificables, algunos de los cuales fueron ajenos a las decisiones tomadas o a la voluntad del país: caída del precio del petróleo, sismo de 1987 y repago forzoso de la facilidad petrolera. De estos, los dos primeros fueron aceptados por los acreedores como elementos de fuerza mayor, mientras que el último evidenció una falta de estrategia del conjunto de la comunidad bancaria para enfrentar la negociación con el país, ya que mientras los acreedores de la facilidad impusieron su repago, el Comité Asesor propuso su renovación.

Cabe reconocer también que el cese general de pagos coincidió con el cambio de gobierno y, por lo tanto, con la intención de los acreedores de paralizar las negociaciones hasta que se pudieran reunir con las nuevas autoridades.

Por las razones mencionadas se puede afirmar que hasta el 10 de agosto de 1988 no hubo una administración propiamente tal de la restricción del servicio de la deuda ecuatoriana; más bien, la moratoria fue consecuencia obligada de los hechos surgidos tanto a nivel interno como externo. Entre el reinicio de las negociaciones en agosto de 1987 (luego de superados parcialmente los efectos del sismo de marzo) y el cambio de gobierno, en agosto de 1988, se puede sostener que la restricción de pagos estuvo condicionada por varios factores. En primer lugar, destaca la disponibilidad de divisas frente a la incertidumbre del mercado petrolero. Hay que señalar, por ejemplo, que se concretó un "stand-by" con el FMI en octubre de 1987, con un precio de 17,25 dólares por barril de petróleo, y que 6 semanas después dicho precio había caído por debajo de los 14 dólares.

En segundo lugar, ante la proximidad de las elecciones presidenciales, la máxima prioridad fue la estabilización del tipo de cambio por encima de cualquier otra consideración económico financiera, lo que significaba utilizar

la liquidez de las reservas internacionales en el mercado de cambio libre. Es importante tener en cuenta que, de haber existido una mayor disponibilidad de recursos, la administración de los pagos habría consistido en: i) intervenir el mercado cambiario (para estabilizar el tipo de cambio); ii) pagar a los organismos multilaterales y bilaterales (para mantener abierta la posibilidad de desembolsos), y iii) pagar a la banca.

En tercer lugar, existían conflictos internos dentro del gobierno entre los que sostenían la posición de no pago absoluto a la banca para guardar ciertas reservas de liquidez y “castigar” a la banca por su comportamiento negativo en las negociaciones (es decir, por su incapacidad de renovar la facilidad petrolera y de conseguir los 350 millones de dólares de recursos frescos), y los que sostenían la posición negociadora y de pagos parciales para mantener una imagen favorable del país antes del cambio de gobierno. Por último, este factor se vio agravado por discusiones dentro del gobierno entre quienes planteaban una negociación dentro de lineamientos ortodoxos para, rápidamente, poder establecer una imagen positiva ante el sistema financiero internacional y caminar así hacia planteamientos más novedosos, y los que sostenían la necesidad y la posibilidad de obtener de inmediato importantes descuentos en la deuda.

## **5. Reinicio de las negociaciones**

Las nuevas autoridades nacionales que asumieron el poder en 1988 dieron prioridad a la ejecución de un programa de estabilización gradual, denominado de emergencia, con el cual se trataba de corregir en primera instancia los desequilibrios internos, como base de sustentación para llegar a un acuerdo general en el sector externo.

Es coincidente en el tiempo el lanzamiento de este programa con la difusión del Plan Brady,<sup>4/</sup> que se caracteriza por la introducción del elemento político con el tratamiento de la deuda externa del Tercer Mundo. Además, como premisa para la solución del problema se introdujo una reducción sistemática del valor de la deuda, tomando como referencia la cotización del mercado secundario de la misma. Ello introdujo una nueva variable, muy importante, en las negociaciones con los acreedores, la que antes se negó como posibilidad. Es entonces cuando —en el caso ecuatoriano— se puede hablar de una verdadera administración de la restricción de pagos de la deuda externa. Además, dicha administración tuvo que tomar en cuenta los atrasos incurridos con los organismos internacionales de financiamiento. Como consecuencia de ello, los desembolsos tanto del BM como BID se encontraban suspendidos.

En estas circunstancias, se planteó la priorización del pago de estos atrasos para abrir nuevamente la afluencia de fondos externos de las únicas fuentes asequibles para el Ecuador, es decir, los organismos multilaterales y bilaterales.

Asimismo, se dio preferencia al pago de las obligaciones con los gobiernos extranjeros y los proveedores, cuyas líneas de crédito sirven para financiar la construcción de obras de infraestructura y para movilizar el comer-

cio exterior. El elemento financiador de la brecha de la balanza de pagos fue entonces continuar con el no pago a la banca comercial. Además, se otorgó máxima prioridad a los pagos de aquellos servicios y obligaciones de operaciones estratégicas como defensa nacional, importación de combustibles, etc. El procedimiento utilizado para tal efecto ha consistido en atender las obligaciones de acuerdo con una priorización preestablecida.

Con base en los lineamientos generales de política determinados a partir de agosto de 1988, continuaron las negociaciones con los acreedores, bajo el concepto de la capacidad de pago de la economía nacional, para lo cual el país manifestó su voluntad de cumplir parcialmente con sus obligaciones de intereses, acordando con el Comité Asesor cortar periodos de interés al 31 de diciembre de 1988, para que los pagos futuros se cargaran a aquellos intereses exigibles desde el primero de enero del siguiente año. Se estableció un compromiso de pagar el 30% de los intereses adeudados con base en el cumplimiento regular de los vencimientos que se iban generando durante el año. Los pagos debían iniciarse en el mes de junio de 1989 (cuadro 12).

El monto que debía pagarse durante 1989 ascendía a 140 millones de dólares, correspondiente a la tercera parte de los intereses adeudados ese año por concepto de la deuda sujeta a reestructuración. Es importante señalar que, justamente cuando en junio iba a realizarse el primer pago dentro del compromiso adquirido, se exigió un cobro compulsivo por parte del Citibank. Desde julio, los pagos se realizaron con regularidad, aunque fue necesario un préstamo de cofinanciamiento del gobierno japonés, desembolsado hacia mediados de diciembre de dicho año, para poder cumplir (en los primeros días de 1990) con la meta de pagos anunciada inicialmente.

Junto con estos pagos, que alcanzaban un promedio de 13 a 20 millones de dólares mensuales, en agosto de 1989 el gobierno propuso un esquema de renegociación consistente básicamente en un menú de opciones en que los bancos podían escoger entre una reducción del principal del 70% o una reducción de la tasa de interés al 2,5% fijo, garantizándose naturalmente los nuevos pagos por medio de documentos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos u otros. Ante una reacción muy tibia (o casi inexistente) de la banca, en enero de 1990 el gobierno volvió a insistir en su propuesta anterior. En marzo, la banca envió una contrapropuesta que comprendía los siguientes puntos:

- apertura de un “período de prueba” para el país, consistente en el pago de por lo menos 139 millones de dólares hasta julio de 1990 y por lo menos 20 millones de dólares mensuales entre agosto de 1990 y mayo de 1991;
- además, efectuar pagos trimestrales de intereses por el equivalente a 50% del excedente de ingresos petroleros por sobre un precio de 16,5 dólares por barril;
- abrir un programa razonable de conversión de la deuda externa (alrededor de 50 a 100 millones de dólares anuales).

A cambio lo anterior, las ventajas que obtendría el país serían: a) disminución de la tasa de interés de 1,38% sobre la LIBOR a 0,85%; b) posibilidad de una recompra directa de la deuda en el mercado secundario por un

monto máximo de 120 millones de dólares financiada con las reservas internacionales, los fondos específicos de organismos multilaterales y bilaterales, y el excedente de ingresos petroleros por encima de 16,5 dólares por barril.

El esquema escalonado de la banca se sustentaba en dos consideraciones. Por una parte, según su criterio, antes de tener derecho a una carga reducida de la deuda, el país debía mostrar un récord positivo de pagos regulares, dentro de un plan preestablecido. Por la otra, el país no disponía de recursos suficientes para dar garantías en el caso de un programa completo de reducción de la deuda del tipo Plan Brady, de ahí la necesidad del período de un año, hasta encontrar dichos fondos. (Se esperaba, naturalmente, obtener dichos recursos de los organismos multilaterales.)

El gobierno ecuatoriano no aceptó estos términos por dos razones fundamentales. Primero, en el planteamiento de la banca no se reconocía todo el esfuerzo hecho por el país para cubrir (aunque haya habido cierta irregularidad) su compromiso de cancelar el 30% de los intereses adeudados. Segundo, el país quiso entrar en un acuerdo global cuyo fin era un acuerdo definitivo de reducción del servicio de la deuda, y no aceptó el esquema de un año "de prueba" con pagos cuantiosos a los acreedores privados. Desde entonces, ha seguido efectuando casi regularmente sus pagos de aproximadamente 13 millones de dólares mensuales a la banca y se han mantenido contactos con ella, sin que se avance seriamente en el proceso de negociación.

En cuanto a los atrasos existentes con las agencias multilaterales, éstos fueron cancelados hasta fines del mismo ejercicio económico (1989). Aquellos vinculados con el Club de París se reestructuraron con la minuta del 24 de octubre de 1989. Con ello, se reprogramaron 440 millones de dólares de atrasos y de vencimientos correspondientes al período entre noviembre de 1989 a febrero de 1991.

También cabe señalar que durante estos tres últimos años han existido diversos tipos de programas de conversión de deuda externa, los que han disminuido la deuda con la banca en más de 400 millones de dólares. El primer programa formal duró 4 meses (entre abril y julio de 1987), y realizó operaciones por apenas un millón de dólares, siendo suspendido por su potencial efecto negativo sobre el tipo de cambio libre. Entre enero y agosto de 1988, hubo otro programa, más bien "disfrazado", a través del cual se permitió al sistema financiero convertir la deuda externa para cancelar obligaciones vencidas, sobregiros y otras operaciones con el Banco Central del Ecuador. Estas operaciones alcanzaron a 400 millones de dólares. Por último, desde fines de 1989, ha funcionado otro programa de conversión de deuda para instituciones sin fines de lucro, realizando operaciones por unos 15 a 20 millones de dólares.

#### **IV. La moratoria y la afluencia de financiamiento externo**

La política negociadora con los acreedores externos ha sido llevada a cabo dentro del marco convencional establecido. Esto significa que el país negoció

programas de ajuste de la economía con el FMI en los que una de las condiciones previas al acuerdo consistió en compromisos de financiamiento para cerrar la brecha de la balanza de pagos. Además del propio financiamiento del Fondo, los compromisos se basaron en: i) el nivel de desembolsos acordados con los organismos multilaterales de desarrollo; ii) el monto de amortizaciones reprogramado por la banca privada y los créditos no voluntarios que podrían acompañarlo, y iii) la reestructuración de la deuda con gobiernos y proveedores dentro del Club de París.

Desgraciadamente, los resultados alcanzados con el esquema ortodoxo no han sido demasiado positivos, pues si bien los organismos multilaterales y los gobiernos han provisto importantes niveles de desembolsos, su efecto ha sido erosionado por los crecientes pagos efectuados por concepto de amortizaciones e intereses (incluso para 1989 los flujos netos fueron negativos). En todo caso, esta situación es mejor que aquella con los proveedores y la banca comercial.

### 1. Fondo Monetario Internacional (FMI)

A finales de 1987 se llegó a un acuerdo "stand-by" con el Fondo que duró pocas semanas, ya que todas las metas del programa se derrumbaron en los últimos meses del anterior gobierno junto con el proceso de moratoria total con la banca privada.

El FMI aprobó un nuevo "stand-by" por 18 meses en septiembre de 1989, del cual se realizó de inmediato un desembolso de 15,7 millones de DEG. Las metas económicas de septiembre y diciembre de ese año se cumplieron de manera adecuada, pero los desembolsos correspondientes del Fondo no se efectuaron hasta que el gobierno se puso de acuerdo sobre las metas del programa para 1990, el que fue planteado en una carta de intención del 2 de febrero de 1990 y posteriormente aprobado por el FMI en abril. Además, se acordó que el 25% de cada tramo restante sería destinado a financiar la reducción de la deuda en el marco del Plan Brady, al mismo tiempo que se desembolsaron los recursos de septiembre y diciembre (menos el 25% señalado).

Sin embargo, las metas del programa para marzo, junio y septiembre no se cumplieron y en consecuencia no hubo nuevos desembolsos. Desde entonces, se sostuvieron discusiones acerca de cómo poner el acuerdo nuevamente en marcha. La intención del gobierno consistió en enmarcarse en el programa para diciembre y utilizar en consecuencia los últimos tramos del acuerdo. (No hubo, aparentemente, la intención de negociar la recuperación de los tramos perdidos.) Cabe señalar que el programa contenía metas implícitas en caso de aumento o caída del precio del petróleo; así, su incremento en los últimos meses de 1989 no habría facilitado sino de modo parcial el cumplimiento de las metas del Fondo. De todas maneras, hasta enero de 1991, el gobierno no logró renovar el programa "stand-by" con dicho organismo.

Conviene señalar que el proceso convencional de negociación con el FMI tuvo una variante de importancia en el programa de septiembre de 1989, puesto que el mismo fue aprobado sin que se llegara a un acuerdo previo con

el Comité Asesor.<sup>5/</sup> En cierta manera, esta situación permitió romper un círculo vicioso que se presentaba al momento en que la banca solía exigir un acuerdo con el FMI y con los otros organismos multilaterales, como condición previa a un acuerdo de reprogramación, mientras que los organismos multilaterales exigían el acuerdo con la banca para determinar su participación en el paquete de financiamiento del programa de ajuste. Sin embargo, el Fondo aplicó una rienda extraordinariamente corta a su programa con Ecuador, supuestamente debido a su errático éxito en materia de política económica. En efecto, se inició con un programa de ajuste de sólo tres meses, cuyo cumplimiento del cual dio derecho a la posterior formulación de un programa con un alcance más convencional.

Como se observa en el cuadro 13, el flujo de recursos ha sido negativo con el FMI desde 1987 en adelante. Esta situación refleja en gran medida el efecto de la paralización de desembolsos, debido a problemas respecto al cumplimiento de la condicionalidad de dicho organismo.

## 2. Banco Mundial (BM)

Como ya se comentó, durante los últimos meses del anterior gobierno se acumuló una serie de atrasos que impidieron el normal desarrollo de los desembolsos de esta institución. La situación se regularizó a partir del primer trimestre de 1989, aunque con frecuencia se ha habido incurrir en el plazo máximo de retraso para los pagos permitido por la institución (60 días luego de vencido el tramo). Como aparece en el cuadro 13, el flujo de recursos fue positivo entre 1986 y 1988, y ligeramente negativo en 1989. Esta última cifra refleja el efecto de los desacuerdos sobre la política económica que surgieron entre este organismo y el gobierno.

El cambio más importante se ha dado en relación con el tipo de préstamos de la institución. Mientras hasta hace dos o tres años éstos se centraban en proyectos específicos, actualmente existe la tendencia a un financiamiento vía los llamados "préstamos sectoriales", es decir, financiamiento de la balanza de pagos con la condicionalidad de paquetes específicos de reforma en materia de política económica.

En este marco, se dio un préstamo de ajuste del sector financiero (en cofinanciamiento con el Japón) y se trabajó en tres proyectos, uno con el Banco Ecuatoriano del Desarrollo (BEDE) para desarrollo municipal; otro, con la Corporación Financiera Nacional (CFN) para promoción de exportaciones, y por último con Petroecuador para desarrollo del sector petrolero. Estos tres suman alrededor de 300 millones de dólares, a lo que hay que agregar otros proyectos específicos por unos 120 millones de dólares.

Dado este cambio de política del Banco Mundial, lo que más dificultó las relaciones con el país fue la falta de cumplimiento en el programa con el Fondo, ya que esto determinó dificultades en el manejo de la política económica coyuntural. Esta situación, junto con problemas administrativos y burocráticos, ha frenado parcialmente el desarrollo sostenido de un documento firmado a principios de 1990, llamado la "Carta de Desarrollo". En este documento se planteaba un acuerdo de largo plazo entre el país y la institución pa-

ra desarrollar programas en los tres próximos años por un monto total de 800 millones de dólares (a los que podría sumarse un cofinanciamiento del orden de 300 millones). Estos montos se destinarían a proyectos de reforma del sector público, comercio exterior, medio ambiente, industria, petróleo, municipios, etc.

Asimismo, se planteó la posibilidad de que el Banco Mundial participe con un fondo del orden de 200 millones de dólares para apoyar el proceso de reducción de la deuda en el marco del Plan Brady, pero en vista del poco avance en las negociaciones con la banca privada, esto no es por ahora sino un planteamiento de orden general y de buena voluntad.

### **3. Banco Interamericano de Desarrollo (BID)**

Las relaciones financieras con el BID han seguido en los últimos años una pauta muy similar a la seguida con el Banco Mundial, con la diferencia que se dio una nueva suspensión de pagos (y en consecuencia de desembolsos de este organismo) entre mediados de julio y mediados de septiembre de 1990.

Por ahora, la institución financia básicamente proyectos específicos, pero financiará paulatinamente proyectos de tipo sectorial, ligados a políticas económicas, como lo hace ya el Banco Mundial. El primer paso en ese sentido es un aporte de 100 millones de dólares para el mismo proyecto de desarrollo municipal en el que participa el Banco Mundial.

El mayor problema con la institución es una enorme cartera de préstamos (actualmente del orden de 700 millones de dólares) sobre los cuales el Ecuador paga una comisión de compromiso, pero que son desembolsados con mucha lentitud, por razones tales como problemas en las licitaciones, demoras burocráticas y falta de capacidad operativa de las instituciones, en circunstancias que no sólo esta cartera es enorme sino que se incrementa regularmente.

Como aparece en el cuadro 13, en 1989 el flujo de recursos fue ligeramente negativo con el BID, luego de haber ido decreciendo desde 1986. Esta tendencia refleja factores similares a los que se mencionaron para el Banco Mundial.

### **4. Club de París**

Si bien los montos en sí no son de enorme importancia, las relaciones con los países miembros del Club de París son muy importantes como señal directa de la calidad de relaciones que el país guarda con los gobiernos de los países miembros, e indirectamente también una señal de la aceptación que el país mantiene dentro de la comunidad financiera internacional.

Como se mencionó antes, en octubre de 1989 el Club de París aceptó refinanciar el 100% de todos los atrasos pendientes a la fecha, además de todos los vencimientos hasta febrero de 1991, tanto de los préstamos originados antes del 1º de enero de 1983 como de la deuda refinanciada ya en 1983 y 1985. Los atrasos se refinanciaron a 10 años, con 6 de gracia y los restantes a 11 años, con 7 de gracia.

Como se ve en el cuadro 13, en 1987 y 1989 el flujo de recursos ha sido bastante positivo con los acreedores oficiales. En este caso sí ha sido importante mantener una política de priorización de pagos, combinada con un proceso muy transparente de renegociación, sin que existan (como en el caso de las multilaterales) tan marcadas limitaciones ligadas al manejo de la política económica, aunque naturalmente existe el requisito básico de vigencia de un programa "stand-by" con el FMI.

## **5. Banca privada**

Ya se ha analizado detenidamente la evolución del conjunto de las negociaciones con la banca privada; baste señalar aquí (con base en la información del cuadro 13) que desde 1987 los flujos netos han sido muy positivos para el país, con montos que superan los 150 millones de dólares anuales en promedio, confirmándose con esto uno de los resultados positivos de la estrategia de moratoria parcial, como es el generar flujos netos positivos con el exterior. Como consecuencia de esta política, los atrasos con la banca privada, sólo por concepto de intereses, sumaron más de 1.200 millones de dólares (cuadro 14).

## **V. Medidas de protección durante la moratoria**

### **1. Mecanismos para evitar el cierre de líneas de crédito de corto plazo**

Desde 1982, el país sufrió el cierre de crédito comercial voluntario, por lo que en los acuerdos de reprogramación de la deuda se negoció con la banca el mantenimiento de líneas de crédito comerciales al mismo nivel que se situaban en abril de 1983, esto es, aproximadamente 680 millones de dólares. Sin embargo, su utilización dejó de ser necesaria desde agosto de 1986, cuando se dispuso la desincautación de las divisas provenientes del comercio exterior, es decir, el traslado de todas las operaciones de comercio exterior al mercado libre de cambios. Esta medida tuvo vigencia hasta agosto de 1988.

Durante el período mencionado (desde 1982 en adelante), las instituciones financieras locales pagaron a la vista sus operaciones con el exterior, en tanto que las líneas de crédito para comercio exterior con los gobiernos participantes en el Club de París estuvieron abiertas para el Ecuador, aunque su monto fue reducido. Esta situación de apertura de líneas crediticias dentro del Club de París se debió a que las condiciones de la reprogramación de la deuda con esta entidad contemplaban como "fecha límite" el 31 de diciembre de 1982, es decir, todas las obligaciones posteriores a la fecha indicada estuvieron exentas de reestructuración.<sup>6/</sup> De esta manera, los acreedores externos que aportaban nuevos recursos al país tenían su pago asegurado, mientras el país no solicitara una modificación de la fecha de corte. Estas condiciones, es decir, el mantenimiento de la fecha de corte, permitieron a los organismos de los gobiernos o a sus aseguradoras mantener la cobertura del riesgo para Ecuador.

En lo referente al sector público, se notó el cierre de las líneas de crédito de corto plazo; sin embargo, dado el bajo nivel de importaciones — consecuencia del proceso de ajuste —, se cubrieron las necesidades operando con aquellos bancos, gobiernos y proveedores que mantenían abierta tal posibilidad de financiamiento.

Se debe poner de relieve la importancia que tuvo en ese período el acceso a las líneas de crédito de la Credit Commodity Corporation (C. C. C.) de los Estados Unidos para financiar la importación de excedentes agrícolas de ese país, las que se utilizaron para adquirir materias primas e insumos básicos en magnitudes importantes. Los bancos comerciales domiciliados en los Estados Unidos tienen interés en participar en este financiamiento porque cuentan con una garantía de 98% del capital por parte de la C. C. C. Es importante señalar que estas líneas no fueron afectadas por la moratoria y han mantenido niveles constantes (e incluso crecientes) desde 1982.

## **2. Incremento de costos durante la moratoria**

Es evidente que el costo de las líneas de crédito que se han mantenido abiertas sufrió un aumento durante el período de la moratoria, pues este costo refleja un rango de riesgo más elevado.

En el caso de los gobiernos, de los proveedores y de la banca comercial, los márgenes sobre la tasa de interés se elevaron a niveles de hasta 1,625%, los cuales son sustancialmente mayores al 0,5% aplicado por lo general, y esta situación se ha mantenido más o menos constante durante toda la moratoria. Si estimamos que este costo adicional se aplica a todas las importaciones (alrededor de 1.600 millones de dólares anuales) obtenemos un costo anual del orden de 20 millones de dólares.

En algunos casos, tanto para el sector privado como para el público, ciertos prestamistas exigieron una garantía especial para la concesión del crédito (mismo que varía entre 50% y 100% del valor de las operaciones), lo cual significa un costo adicional de financiamiento. Es importante señalar que el nuevo sistema cambiario puesto en marcha desde agosto de 1988, consistente en la venta de divisas por parte del Banco Central vía “rondas de divisas semanales”, permite a los importadores disponer de recursos antes del pago al exterior, y en consecuencia poder colocar las divisas recibidas del Banco Central como colateral para las compras externas.<sup>7/</sup>

También cabe señalar que durante todo el período de moratoria, pero con más intensidad desde agosto de 1988, se ha utilizado de preferencia el mecanismo de “venta anticipada de divisas de exportación”. Con este mecanismo, un exportador consigue crédito en divisas en un banco o proveedor externo, contra garantía de sus exportaciones, por un monto que equivale a un determinado número de meses de futuras exportaciones (actualmente alcanza hasta siete meses en ciertos sectores). Estos recursos se venden al Banco Central, el que entrega la contraparte en sucres. Al cabo del período establecido (cuando realiza sus exportaciones), el exportador cancela su obligación en el exterior, y el Banco Central le entrega el diferencial cambiario del período.

De esta manera, se financian las reservas internacionales con recursos externos de corto plazo, garantizados por las exportaciones privadas.

En general, se puede apreciar que los bancos que han mantenido abierto el crédito comercial son aquellos con los cuales el país tiene relaciones de corresponsalia e inversión, concediendo por reciprocidad líneas de crédito. Además, los bancos con capacidad de negociar los documentos de este tipo de deuda han concedido líneas por un monto mayor, puesto que al venderlas evitan restricciones de sus balances por parte de los organismos de control. En términos generales, se puede señalar que los bancos suizos, alemanes y holandeses son los más flexibles y propensos a mantener líneas de crédito abiertas, mientras los bancos estadounidenses y japoneses se situaron más bien en el otro extremo del espectro.

### **3. Políticas para evitar exigencias de pago**

En vista de que el país cayó en moratoria por factores que a nivel nacional se consideraban exógenos, y en consecuencia comprendidos o aceptados por los acreedores, se desestimó inicialmente el riesgo de una posible acción de embargo o compensación para exigir el servicio de la deuda. Además, el bajo nivel de las reservas monetarias internacionales (R. M. I.) —producto de las mismas razones que indujeron la moratoria— y la distribución de las escasas disponibilidades de divisas en varios corresponsales, limitaban en la práctica esta posibilidad.

Por otra parte, y ello como una política de mayor consistencia, se introdujo en las cláusulas de incumplimiento en los convenios de reestructuración un texto con el cual se establece que debe existir acuerdo de al menos el 51% de los prestamistas mayoritarios para declarar el incumplimiento. (Estas son cláusulas estándar que todos los países han ido incorporando paulatinamente.) Así también, dentro de estos convenios, se determina que los pagos deben ser compartidos entre los acreedores; es decir, si cualquier banco obtiene fondos del Ecuador, se encuentra obligado a entregarlos al banco que actúa como agente coordinador del préstamo sindicado, para que éste los distribuya a prorrata, en función del monto de las acreencias. Esta situación es, naturalmente, una suerte de protección para el deudor, ya que se disminuye el interés que una entidad en particular puede tener en una operación de embargo.

Estas cláusulas legales constituyen la protección contractual para acciones de embargo y compensación. No obstante, la existencia de estipulaciones de compensación cruzada en convenios bilaterales que se mantienen vigentes, ya sea por ser posteriores a la fecha del corte de la reprogramación de la deuda, o porque a pesar de ser anteriores no están dentro de la reestructuración de la misma, constituían un peligro potencial para el país. En estas circunstancias, el Ecuador trató de no incurrir en incumplimiento bajo estos convenios, manteniendo al corriente el servicio de los mismos.

En relación con estos convenios bilaterales, hay que señalar que el país realizó desde 1982 anticipos de operaciones de créditos documentarios a su favor, por concepto de venta de petróleo, por aproximadamente 250 millones de dólares, operaciones se realizaron por un período de seis meses. Al estallar

la crisis financiera, no se pudieron cancelar oportunamente estas operaciones, y los acreedores no permitieron que se consideraran dentro de la reprogramación de la deuda de mediano y largo plazo, por lo que se procedió a renovarlas trimestralmente. Con la concesión de estas líneas de crédito comerciales, denominadas “*trade finance facility*”, suscritas bilateralmente con cada prestamista, se incluyeron las obligaciones antes señaladas en calidad de financiamiento de preexportación. Dado el riesgo potencial de las acciones que podrían adoptar los prestamistas de los anticipos, se mantuvo al corriente el servicio de esta deuda; sin embargo, desde el 31 de marzo de 1987, los convenios no se renovaron, por lo que se procedió a renovar los anticipos individuales.

a) Embargo de depósitos

En el contexto que se acaba de describir, el 5 de mayo de 1989, en medio de la moratoria ecuatoriana relativa a la deuda bancaria de mediano plazo, el Citibank, principal acreedor de la nación, retuvo de las cuentas que el Banco Central del Ecuador mantenía en esa institución la suma de 80 millones de dólares para compensar el pago del denominado “*trade finance facility*” que por igual monto había concedido. Pese a que el país estuvo al día en el servicio de este crédito, y a que existía una aceptación escrita del acreedor para que esta operación fuera renovada hasta junio de 1989, el prestamista invocó las cláusulas de cobro compulsivo (*set-off*) existentes en el convenio de “*trade finance facility*” que no fue renovado. El nivel inusual de depósitos que el país mantenía en el Citibank fue resultado de que era necesario efectuar la compensación de los convenios bilaterales con los países miembros de la ALADI, y además, de la existencia de recursos provenientes de desembolsos de créditos contratados con el BID.

Si bien la lógica legal de tal acción no está sustentada en los antecedentes invocados, la legislación del país donde se efectuó — los Estados Unidos — es muy amplia y favorable para el acreedor.<sup>8/</sup> Los argumentos jurídicos a los que puede recurrir el Ecuador se basan en la circunstancia de que no estuvo vigente el convenio global invocado por el prestamista, y adicionalmente, en el hecho cierto de que existió un documento escrito de aceptación para la renovación de la operación que fue cancelada con la retención de los depósitos.

La posición del Ecuador ha consistido en buscar un acuerdo con el acreedor para recuperar los fondos, evitando procesos judiciales largos que podrían afectar las relaciones bancarias. Hasta febrero de 1991 aún no se habían obtenido resultados positivos en esta gestión.

b) Estrategia de protección contra embargos

Los riesgos que enfrenta el país en sus contratos de crédito externo proceden de las cláusulas de cobro compulsivo y “renuncia de inmunidad”, por las cuales los acreedores tienen derecho a utilizar los fondos depositados en cuentas bancarias para cancelar acreencias, así como para embargar bienes de la nación, cuando se produzcan incumplimientos en los contratos de crédito.<sup>9/</sup>

La estrategia de protección respecto del alcance de esas estipulaciones legales consistió inicialmente en restringir al máximo las posibilidades de su

aplicación mediante la introducción de limitaciones contractualmente convenidas. Sin embargo, estas limitaciones — como quedó claro en la operación del Citibank — se pueden sortear fácilmente con la vigencia de contratos originales cuyos montos fueron parcialmente reprogramados pero que todavía tienen vencimientos que no han sido reestructurados. Asimismo, en contrataciones posteriores a la fecha de corte (no sujetas a una reestructuración) persiste el riesgo, aun en el caso de que se mantenga corriente el servicio de la deuda correspondiente, puesto que las cláusulas de incumplimiento cruzado (*cross default*) facultan a los acreedores para ejecutar de todas maneras la compensación o embargo.

Frente a este inminente peligro y a las circunstancias que obligaron a la moratoria, ha sido menester llegar a acuerdos informales con los acreedores, como ha sucedido en el caso de la suspensión consensual del servicio del capital previa a la reprogramación de la deuda en 1982 o de la moratoria total a partir del terremoto de marzo de 1987.

Pese a ello, es obvio que la actuación de los prestamistas no se puede controlar totalmente pues existen reacciones tan inesperadas como la del Citibank. Este banco no ejerció el derecho de cobro compulsivo durante más de dos años, cuando el país no cumplió sus obligaciones con la banca privada, y en cambio la ejecutó cuando se había llegado a un entendimiento con el Comité Asesor para reiniciar los pagos de intereses parcialmente, para lo cual invocó un convenio que no se encontraba vigente y cuya deuda había sido renovada de manera bilateral, con el correspondiente pago oportuno de intereses.

Esta situación obligó al país a tomar precauciones para proteger la liquidez de sus reservas monetarias internacionales, utilizando como mecanismo inmediato el retiro de sus depósitos de divisas de la banca estadounidense, puesto que la legislación en los Estados Unidos es muy amplia y favorece al acreedor.<sup>10/</sup>

Los fondos del país han sido ubicados en jurisdicciones que dificultan su localización y donde existen instancias que podrían prevenir al país ante el riesgo inminente de embargo o cobro compulsivo, para tomar acciones de salvaguardia. Por otra parte, se han puesto en práctica políticas de desconcentración de depósitos, utilizando para el efecto instituciones que no son acreedoras de la nación y que han renunciado expresamente a ejercer el cobro compulsivo o el embargo. Esta política prioriza el factor seguridad en lugar de la rentabilidad, y claramente sacrifica niveles de eficiencia en el campo operativo de las finanzas.

## VI. La moratoria y las relaciones con los agentes económicos nacionales

### 1. Los deudores nacionales

En 1982, cuando el tipo de cambio se devaluó bruscamente, el sector privado, con un elevado grado de endeudamiento externo, se encontró ante un incremento notable y no anticipado de sus costos financieros, lo cual lo puso en una situación de falta de liquidez (e incluso en muchos casos de insolvencia). Esta situación obligó al Banco Central a poner en práctica el mecanismo de "sucretización" de la deuda externa. A través de este proceso, el Banco Central asumió la deuda externa del sector privado a cambio de un endeudamiento en sucres que el instituto emisor otorgó al sector privado. Así, el endeudamiento externo del sector privado pasó de un máximo de 1.628 millones de dólares, en 1982, a 700 millones en 1983, 177 millones en 1984, 97 millones en 1985, 58 millones en 1986 y valores aun menores en los años siguientes. Este proceso es muy importante por varias razones.

Por una parte, dejó totalmente en manos del Estado el peso tanto de los pagos de la deuda externa como del proceso de renegociación. Por otra, representó un subsidio muy importante al sector privado, ya que la conversión se realizó en primera instancia al tipo de cambio del momento, más una comisión de riesgo cambiario; mientras éste, en 1984, se congeló, y en consecuencia el tipo de cambio de la conversión fue del orden de 100 sucres por dólar, a partir de 1988 los pagos de dicha deuda se efectuaron a una tasa que en promedio superó los 600 sucres por dólar. Además, la tasa de interés se pactó fija en 18%, mientras en el mercado financiero nacional y desde 1983, en promedio, las tasas han superado el 35%.

La sucretización también planteó discusiones importantes en torno al manejo de la deuda externa, ya que el sector privado se sintió perjudicado al haber pagado completamente al Banco Central la deuda sucretizada (aunque fuese con los subsidios ya mencionados), mientras la institución emisora reestructuró constantemente sus deudas con el exterior, y más recientemente dejó de servir los intereses correspondientes. En caso de que en el futuro se obtenga una condonación de parte de la deuda externa, o que la tasa de interés se fije por debajo de los niveles del mercado, es muy posible que, en términos de los valores actuales, el sector privado haya cancelado al Banco Central más de lo que éste ha pagado en el exterior.

El otro campo interno importante es la relación entre el Banco Central y el resto del sector público frente a la moratoria. La situación ha sido muy clara: en primera instancia, en 1987, se trató de obligar a las instituciones públicas a que depositasen en el Banco Central la contraparte local de los pagos al exterior, incluso por aquellos montos cuyo pago en el exterior estaba suspendido. Pero al cabo de algunos meses, y ante las dificultades financieras que enfrentaban dichas instituciones, se suspendió este mecanismo, e incluso se devolvieron los depósitos antes acumulados. Esta política se ha mantenido desde entonces.

## **2. Reacciones del público**

Las posiciones del público ecuatoriano frente al problema de la deuda fueron diversas. Entre los grupos con un planteamiento relativamente conservador se encuentran los siguientes sectores industriales, comerciales y financieros con, los puntos de vista que vienen a continuación:

“Obtener la institucionalización del criterio de la proporcionalidad respecto a los ingresos por exportaciones para el servicio de la deuda externa.”

“Que se convierta la deuda externa en proyectos de inversión en sectores que el país no está en condiciones de explotar.”

“Que es necesario mantener corriente el servicio de la deuda externa, con el fin de no deteriorar la imagen del país en el exterior.”

También existieron opiniones más radicales provenientes de los gremios laborales:

“Que la deuda externa es incobrable e impagable.”

“Que la deuda externa ha sido pagada en su totalidad y por lo tanto no deben realizarse más pagos, afrontando las consecuencias.”

Estas posiciones fueron bastante marcadas y discutidas hacia 1987-88, es decir, al inicio de la moratoria parcial o total. Sin embargo, en los dos últimos años el tema ha ido perdiendo actualidad, en gran medida ante la percepción de que la moratoria no ha tenido un efecto negativo directo sobre la situación económica del país. De ahí que quienes estaban a favor del pago hoy más bien apoyan un proceso de negociación, que no necesariamente debe ser muy dinámico, con el fin de llegar a una eventual reducción del monto total de obligaciones.

## **VII. Conclusiones**

En el caso del Ecuador, las características más importantes que cabe señalar dentro del proceso de restricción de pagos son:

Primero, la influencia de las perturbaciones externas (en particular la evolución de los precios del petróleo) ha sido determinante para establecer la capacidad de pago del país, y en consecuencia las moratorias parciales y totales surgidas desde 1982.

Segundo, los factores económicos y políticos internos han sido también importantes: el cambio de un gobierno de “derecha” a uno de orientación de “centro-izquierda”, la necesidad de controlar el tipo de cambio con la consecuente intervención directa en los mercados, o desacuerdos frecuentes sobre el camino más adecuado para mantener relaciones positivas con el exterior, han tenido una influencia básica en la estrategia del país frente al servicio de la deuda.

Tercero, no existieron mecanismos claros de protección anti-embargos por parte del gobierno hasta junio de 1989, cuando el Citibank ató 80 millones en depósitos del país. Se reveló, ahí también, la vulnerabilidad legal que pueden tener ciertos tramos de deuda que se encuentran fuera de los acuerdos de refinanciamiento, y que están sin embargo sujetos a cláusulas de "incumplimiento recíproco".

Cuarto, en el caso ecuatoriano, no se han perseguido nunca estrategias colectivas, ni en el plano negociador ni en el legal, y apenas marginalmente en el de contactos y asesorías.

Quinto, el objetivo central de la moratoria, es decir, la disminución de las transferencias netas de recursos al exterior, sí se ha cumplido, ya que el flujo neto positivo que se ha dado en los últimos años con la banca privada y los gobiernos es mayor que el flujo negativo registrado con los organismos internacionales. Más aún, el flujo negativo con los organismos multilaterales no proviene sino marginalmente de la moratoria con la banca y se debe más bien a desacuerdos fundamentales sobre el conjunto de la política económica. En este sentido, se podría concluir que en cierta forma lo que no ha arrojado resultados muy notables es la priorización de pagos puesta en marcha desde agosto de 1988, ya que los organismos favorecidos con dichos pagos — en gran medida los multilaterales — han mantenido flujos netos negativos.

Por otra parte, un segundo objetivo de la moratoria era mejorar las condiciones de estabilidad macroeconómica y las posibilidades de crecimiento de la economía. En este sentido, los resultados no han sido muy positivos: la inflación ha mantenido niveles elevados, e incluso más elevados en promedio, después de la moratoria de enero de 1987 que en períodos anteriores. La inversión pública y privada ha registrado tasas negativas o ligeramente positivas desde 1987, y el crecimiento de la economía ha sido negativo en términos per cápita. Todo ello es resultado de la dificultad que tuvo el gobierno para desarrollar y sostener un programa económico coherente. En otras palabras, si bien la moratoria dio cierto alivio en las finanzas externas, la situación no fue aprovechada plenamente debido a problemas de política interna.

Por último, no obstante las limitaciones señaladas, había algunos elementos positivos generados por la moratoria. La disminución de la transferencia neta de recursos ha permitido una acumulación más o menos importante de reservas internacionales, favoreciendo una relativa estabilidad cambiaria. (Naturalmente la acumulación de reservas también se ha visto favorecida por el poco dinamismo de la economía y el bajo nivel de importaciones.)

El cese de pagos también contribuyó a una caída del precio de la deuda en el mercado secundario (de un promedio de 65 centavos a comienzos de 1987 a 15 centavos en los últimos dos años), lo que en particular dio cierta legitimidad a la política de pagos parciales equivalentes al 30% de los intereses adeudados. Esta política ha sido positiva porque, lentamente, ha ido generando un concepto de seriedad con respecto al deseo del país de cumplir con los compromisos adquiridos por parte del Ecuador. Además, la propia moratoria parcial de pagos ha ido poco a poco conduciendo a un ajuste de expectativas por parte de la banca respecto a la capacidad de pago del país, y de esta ma-

nera lleva a condiciones para una eventual reducción de la deuda a través de operaciones de "buy-back" o de un acuerdo global. Es decir, la moratoria sí ha sido un factor importante de presión para obtener un acuerdo general sobre la necesidad de reducción de la deuda en cualquiera de sus modalidades.

En fin, la posición ecuatoriana de cumplir con ciertos pagos preestablecidos pero manteniendo una moratoria parcial, más su constante insistencia en la necesidad de negociar para llegar a acuerdos de largo plazo, evitando posiciones extremas de confrontación, más ciertos elementos positivos de estabilización en la política económica, le han permitido situarse dentro de la línea del Plan Brady, y en consecuencia disponer de elementos de presión política para llegar a un acuerdo favorable en el futuro.

### Notas

- 1/ Antecedentes sobre la estrategia ortodoxa se encuentran en CEPAL (1985) y Devlin (1989).
- 2/ Los antecedentes sobre el Plan Baker se encuentran en CEPAL (1988).
- 3/ Aunque el pago del crédito contó con el respaldo formal del ingreso de exportaciones de petróleo, tuvo un margen relativamente alto sobre la LIBOR (1,5%).
- 4/ Antecedentes sobre el Plan Brady se encuentran en CEPAL (1990).
- 5/ Como se señala en Altimir y Devlin (en este mismo volumen), esta situación se debió al nuevo marco introducido por el Plan Brady.
- 6/ En la práctica, el Club de París ha resistido con fuerza el cambio de la fecha de corte.
- 7/ Las rondas representan un sistema en el que los exportadores venden semanalmente sus divisas a los importadores con la intermediación del Banco Central. Conforme operan las rondas en la actualidad, el sector privado se autoabastece de moneda extranjera, en tanto que el sector público utiliza el producto de sus ventas para el servicio de la deuda y para realizar sus propias importaciones.
- 8/ Para profundizar el análisis acerca de cómo funciona legalmente el derecho de cobro compulsivo por parte de un banco acreedor, véase el estudio de Biggs, en este mismo volumen.
- 9/ El alcance legal de la cláusula de inmunidad se analiza en Biggs, en este mismo volumen.
- 10/ El grado de sesgo en el sistema legal estadounidense está claramente expresado en el artículo de Biggs, en este mismo volumen.

**Cuadro 1**  
**ECUADOR: TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERES**

Año	Tipo Cambio 1US\$ = 1 Sucre	Tasa Interés Activa <sup>a/</sup>	Inflación Interna (porcentaje)	Inflación EEUU	Tipo cambio Real <sup>b/</sup> (1970=100)	Tasa Interés Real <sup>c/</sup>
1970	20,65	12%	5,4%	5,9%	100,0	3,2
1971	25,00	12%	9,7%	4,3%	97,9	10,9
1972	25,00	12%	7,4%	3,3%	96,6	40,3
1973	25,00	12%	12,1%	6,2%	93,9	5,8
1974	25,00	12%	22,7%	11,0%	86,5	-53,0
1975	25,00	12%	14,3%	9,1%	79,4	14,4
1976	25,00	12%	10,2%	5,8%	77,4	-5,7
1977	25,00	12%	12,9%	6,5%	76,8	-15,1
1978	25,00	12%	13,1%	7,6%	76,8	13,2
1979	25,00	12%	10,1%	11,3%	76,7	-21,5

Fuente: Banco Central del Ecuador, Junta Monetaria, INEC, FMI.

a/ Tasa de interés activa para los créditos que los bancos otorgan con recursos propios.

b/ Basado en estimaciones del Banco Mundial-Ecuador: "Country Memorandum".

c/ Diferencia (tasa efectiva de interés sobre la deuda externa + devaluación a nivel del PIB - inflación medida a nivel del deflactor de exportaciones).

**Cuadro 2**  
**ECUADOR: INDICADORES ECONOMICOS VARIOS**

Año	Exportaciones no petroleras (Mill. US\$)	Importaciones (Mill. US\$)	Cuenta corriente (Mill. US\$)	Déficit sector público (% PIB)	Crecimiento industrial (%)	Crecimiento agropecuario (%)
1970	234	250	-122	-3,5	10,8	7,1
1971	236	307	-164	-2,6	7,5	5,0
1972	263	284	-85	-0,7	8,0	3,0
1973	302	397	-12	1,8	9,2	1,0
1974	429	875	22	-0,2	10,4	9,0
1975	395	1.006	-239	-3,1	15,2	2,3
1976	570	1.049	-29	-4,0	13,2	2,9
1977	738	1.360	-377	-6,3	11,9	2,4
1978	875	1.704	-730	-5,5	8,2	-3,9
1979	976	2.097	-654	-1,6	9,7	2,2

Fuente: Banco Central del Ecuador.

**Cuadro 3**  
**ECUADOR: MOVIMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

<b>Año</b>	<b>Saldo Inicial</b>	<b>Desembol- sos</b>	<b>Amortiza- ción</b>	<b>Intereses</b>	<b>Ajustes<sup>b/</sup></b>	<b>Saldo Final</b>
1970	213,1	48,2	19,8	8,5	0,0	241,5
1971	241,5	49,1	29,8	10,3	0,0	260,8
1972	260,8	113,1	30,0	12,2	0,0	343,9
1973	343,9	61,1	33,0	18,0	8,4	380,4
1974	380,4	124,9	95,7	21,6	0,4	410,0
1975	410,0	149,2	44,0	21,8	-2,5	512,7
1976	512,7	265,2	85,5	26,5	0,7	693,1
1977	693,1	662,4	100,5	56,0	8,7	1.263,7
1978	1.775,8	1.017,0	401,3	143,0	22,7	2.314,2
1979	2.974,6	1.850,7	1.277,3	321,6	6,1	3.554,1

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Eventualmente, el saldo final de un año no coincide con el inicial del año siguiente por modificación en las fuentes de información.

b/ Ajuste por variaciones en las cotizaciones de las divisas.

**Cuadro 4**  
**ECUADOR: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO**  
*(porcentajes)*

<b>Año</b>	<b>Servicio deu- da/exportacio- nes</b>	<b>Servicio deu- da/PIB</b>	<b>Saldo deu- da/exportacio- nes</b>	<b>Saldo deu- da/PIB</b>	<b>Tasa interés efectiva</b>
1970	12,05	1,74	102,8	16,0	4,0
1971	16,85	2,50	109,5	16,2	4,3
1972	13,06	2,25	106,4	18,3	4,7
1973	8,74	2,05	65,5	15,3	5,2
1974	9,57	3,16	33,4	11,0	5,7
1975	6,50	1,53	50,6	11,9	5,3
1976	8,56	2,11	53,0	13,0	5,2
1977	11,17	2,35	90,2	18,9	8,0
1978	35,59	7,11	151,3	30,2	8,5
1979	74,35	17,08	165,2	37,3	10,8

Fuente: Banco Central del Ecuador.

**Cuadro 5**  
**ECUADOR: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO**  
*(porcentajes)*

Año	Servicio deuda/Exportaciones	Servicio deuda/PIB	Saldo deuda/Exportaciones	Saldo deuda/PIB	Tasa Interés efectiva
1980	56,8	12,0	182,6	39,2	14,4
1981	84,7	15,3	232,2	42,0	13,4
1982	85,4	14,9	285,0	49,7	13,1
1983	40,6	8,5	314,3	66,4	11,3
1984	44,7	10,2	289,8	65,9	12,3
1985	40,0	9,8	279,2	68,2	12,3
1986	54,8	11,4	415,3	86,3	9,4
1987	69,9	14,8	509,6	108,2	8,5
1988	88,4	20,1	480,8	109,2	8,7
1989	70,7	17,5	481,2	119,0	9,7

Fuente: Banco Central del Ecuador.

**Cuadro 6**  
**ECUADOR: MOVIMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

Año	Saldo inicial	Desembolsos	Amort.	Intereses	Ajustes <sup>b/</sup>	Saldo final	Saldo final con atrasos
1981	4.651,7	2.767,8	1.513,2	625,5	-38,2	5.868,1	
1982	5.869,8	2.692,1	1.885,0	770,6	-44,0	6.632,9	
1983	6.632,9	2.562,9	1.769,6	750,2	-45,2	7.380,7	
1984	7.380,7	1.863,2	1.571,7	921,0	-76,2	7.596,0	
1985	7.596,0	1.931,1	1.495,2	840,0	78,8	8.110,7	
1986	8.110,7	3.110,3	2.280,5	763,4	135,4	9.075,9	
1987	9.075,9	1.781,8	1.279,4	322,3	260,5	9.841,6	10.299,4
1988	9.841,6	1.928,0	1.894,3	474,8	-124,6	9.750,6	10.586,8
1989	9.750,6	1.689,9	1.318,7	544,5	-36,3	10.085,6	11.329,3

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Véanse los pies de página del cuadro 3.

**Cuadro 7**  
**ECUADOR: TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERES<sup>a/</sup>**

<b>Año</b>	<b>Tipo cambio 1 US\$ = 1 Sucre</b>	<b>Tasa interés activa</b>	<b>Inflación Interna (porcentaje)</b>	<b>Inflación EEUU</b>	<b>Tipo cambio real (1970=100)</b>	<b>Tasa interés real</b>
1980	25,0	12,0	5,4	12,0	77,1	-8,2
1981	25,0	12,0	9,7	11,5	68,8	15,7
1982	31,0	12,0	16,3	6,7	77,8	15,5
1983	50,0	18,0	48,4	5,0	85,2	20,8
1984	70,0	22,0	31,2	3,9	78,1	12,1
1985	93,0	28,0	28,0	3,8	95,9	18,2
1986	131,0	36,0	23,0	1,1	99,2	66,8
1987	190,0	38,5	29,5	4,3	118,0	-3,8
1988	321,0	47,5	58,2	4,4	132,2	21,0
1989	596,0	55,0	75,6	4,6	135,0	17,5

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Véanse los pies de página del cuadro 1.

**Cuadro 8**  
**ECUADOR: INDICADORES ECONOMICOS VARIOS**

<b>Año</b>	<b>Export. no petrol. (Mill. US\$)</b>	<b>Import (Mill. US\$)</b>	<b>Cuenta co- rriente (Mill. US\$)</b>	<b>Sector públi- co (% PIB)</b>	<b>Crecimiento Industrial (%)</b>	<b>Crecimiento agropecua- rio (%)</b>
1980	957	2.242	-642	-5,8	3,6	5,3
1981	817	2.353	-993	-8,5	8,8	6,8
1982	819	2.187	-1.201	-9,3	1,5	2,0
1983	615	1.421	-134	-3,1	-1,4	-13,9
1984	786	1.567	-264	1,0	-1,9	10,6
1985	978	1.611	114	4,1	0,2	9,9
1986	1.203	1.643	-553	-4,7	-1,6	10,2
1987	1.204	2.054	-1.131	-7,2	1,7	2,5
1988	1.226	1.583	-505	-5,0	2,3	8,6
1989	1.206	1.693	-472	-2,5	-3,8	3,0

Fuente: Banco Central del Ecuador.

Cuadro 9  
**ECUADOR: REESTRUCTURACION DE LA DEUDA<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

Año	Reprogramaciones	Reprogramaciones / (Intereses + Amortizaciones pagadas)
1982	667	33,5%
	Bancos 667	
1983	1.571	164,2%
	Gobiernos 73	
	Bancos 1.490	
	(Amortización) (1.059)	
	(Recursos frescos) (431)	
1984	1.313	112,3%
	Gobiernos 52	
	Bancos 1.261	
1985	1.150	103,4%
	Gobiernos 74	
	Bancos 1.075	
	Proveedores 1	
1986	1.844	154,1%
	Gobiernos 73	
	Bancos 1.761	
	Proveedores 10	
1987	653	46,2%
	Gobiernos 32	
	Bancos 613	
	Proveedores 9	
1988	794	41,5%
	Gobiernos 192	
	Bancos 593	
	Proveedores 8	
1989	605	36,2%
	Gobiernos 123	
	Bancos 473	
	Proveedores 9	

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Nótese que, en el marco de una reprogramación de la deuda, se consideran el otorgamiento de recursos frescos como una reestructuración disfrazada de los pagos de interés, véase Devlin (1989).

**Cuadro 10**  
**ECUADOR: SALDOS FINALES DE LA DEUDA POR ACREEDOR**  
*(millones de dólares)*

		Org. Internac.	Gobiernos	Bancos	Proveedores	Total
1982	Montos	816	453	4.873	491	6.633
	Estructura <sup>a/</sup>	12,3	6,8	73,5	7,4	100,0
1983	Montos	1.090	584	5.242	465	7.381
	Estructura <sup>a/</sup>	14,8	7,9	71,0	6,3	100,0
1984	Montos	1.176	741	5.180	500	7.596
	Estructura <sup>a/</sup>	15,5	9,7	68,2	6,6	100,0
1985	Montos	1.313	863	5.369	566	8.111
	Estructura <sup>a/</sup>	16,2	10,6	66,2	7,0	100,0
1986	Montos	1.898	976	5.678	527	9.080
	Estructura <sup>a/</sup>	20,9	10,7	62,5	5,9	100,0
1987	Montos	2.173	1.489	6.096	542	10.299
	Estructura <sup>a/</sup>	21,1	14,6	59,2	5,1	100,0
1988	Montos	2.328	1.610	6.267	382	10.587
	Estructura <sup>a/</sup>	22,0	15,2	59,2	5,1	100,0
1989	Montos	2.297	1.878	6.717	438	11.330
	Estructura <sup>a/</sup>	20,2	16,5	59,3	4,0	100,0

Fuente: Banco Central del Ecuador.  
a/ Porcentaje.

**Cuadro 11**  
**ECUADOR: ATRASOS DE LA DEUDA EXTERNA POR ACREEDOR a/**  
*(millones de dólares)*

	1987			1988			1989	
	Atrasos	Pagos	Refin.	Atrasos	Pagos	Refin.	Atrasos	Saldo Atrasos
<b>INTERESES</b>								
Org. Inter.	7,3	7,3	0,0	4,6	4,0	0,0	0,0	0,0
Gobiernos	63,2	6,5	50,1	20,3	27,1	0,0	0,1	0,1
Bancos	368,5	10,5	0,7	448,9	16,4	0,0	456,8	1.243,1
Proveedor	18,7	1,5	16,4	2,2	2,8	0,0	0,5	0,5
Total	457,7	25,8	67,2	476,0	50,3	0,0	457,4	1.243,7
<b>CAPITAL</b>								
Org. Inter.	3,3	3,3	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Gobiernos	72,8	5,8	60,1	13,6	18,2	0,0	0,3	0,5
Bancos	101,7	3,8	8,1	206,7	31,8	0,0	268,6	529,0
Proveedor	109,9	14,9	92,0	5,0	5,9	0,0	3,1	3,3
Total	287,7	27,8	160,2	225,5	56,1	0,0	272,0	532,8
<b>TOTAL</b>	<b>745,4</b>	<b>53,6</b>	<b>227,4</b>	<b>701,5</b>	<b>106,4</b>	<b>0,0</b>	<b>729,4</b>	<b>1.776,8</b>

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Diferencias con el saldo final corresponden a ajustes de las cotizaciones de las monedas y redondeos en las cifras.

**Cuadro 12**  
**ECUADOR: PAGOS A LA BANCA PRIVADA INTERNACIONAL**  
**EN 1989 Y 1990**  
*(millones de dólares)*

1989		1990	
Julio	15,0	Febrero	13,0
Agosto	12,0	Marzo	13,0
Septiembre	15,0	Abril	12,0
Octubre	20,0	Mayo	12,5
Noviembre	20,0	Junio	12,5
Diciembre	60,0 <sup>a/</sup>	Julio	12,5
		Agosto	13,0
		Septiembre	13,0
		Octubre	13,0
		Noviembre	13,0
		Diciembre	13,0
<b>Total</b>	<b>142,0</b>	<b>Total</b>	<b>140,5</b>

Fuente: Banco Central del Ecuador.

a/ Los 60 millones de dólares fueron pagados en los primeros días de enero de 1990 para cumplir con la meta anual de 142 millones de dólares.

**Cuadro 13**  
**ECUADOR: FLUJOS CREDITICIOS POR ACREEDOR a/**  
*(millones de dólares)*

	Bancos	Gobiernos	BID	Banco Mundial	FMI	Otros	Total
1982	-104	-35	40	10	-	127	38
1983	-245	96	6	12	212	-37	44
1984	-801	135	26	27	25	-41	-629
1985	-454	26	68	-10	67	-101	-404
1986	-264	1	116	93	55	70	71
1987	267	520	103	71	-101	65	925
1988	330	-14	54	66	-90	-376	-30
1989	543	103	-16	-26	-104	-52	-448

Fuente: Banco Central del Ecuador.  
a/ Incluye efecto de atrasos.

**Cuadro 14**  
**ECUADOR: ATRASOS ACUMULADOS EN EL SERVICIO DE LA DEUDA**  
*(millones de dólares)*

	Multilaterales										Total a/	
	Bancos		Gobiernos		BID		Banco Mundial		FMI		Capital	Intereses
	Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses	Capital	Intereses
1982	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1983	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1984	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1985	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1986	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1987	102	389	73	63	—	—	3	5	—	—	287	458
1988	295	804	17	25	—	—	—	4	—	—	320	836
1989	529	1.243	—	—	—	—	—	—	—	—	533	1.244

Fuente: Banco Central del Ecuador.  
a/ Incluye el renglón de "otros" acreedores.

### Bibliografía

- CEPAL (1985), *External Debt in Latin America: Adjustment, Policies and Renegotiation*, Lynne Rienner Publishers, Boulder, Colorado.
- (1988), *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, Estudios e Informes de la CEPAL, n°72, Santiago de Chile.
- (1990), *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda*, Santiago de Chile.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey.

# ADMINISTRACION DE LA MORATORIA PERUANA

*Leonel Figueroa*

## Introducción

En el marco de la gran depresión económica mundial, agobiado por la caída de los precios de sus productos de exportación y por una aguda crisis fiscal, en 1931 el Perú dejó de servir su deuda pública externa, por tercera vez en sus 110 años de historia republicana. Desde entonces y hasta el período de la posguerra, la afluencia de capital externo se ciñó básicamente a la inversión extranjera directa y a esporádicos créditos a empresas. En los inicios de la década de los años cincuenta se comenzaron a ejecutar programas de obras públicas de carácter social y nuevos proyectos con capital extranjero, al tiempo que se ampliaron las compras militares. El financiamiento de estos gastos fue exigiendo mayor volumen de recursos externos durante este decenio. En esas circunstancias, el florecimiento de las exportaciones y el giro hacia una política liberal en el tipo de cambio y en los precios permitió el reinicio del otorgamiento de créditos al gobierno. En una primera etapa éstos se hicieron bajo la forma de operaciones bilaterales o de organismos multilaterales al amparo de los cuales, indirectamente y de modo lento, se reanudó el financiamiento de la banca privada.<sup>1/</sup> En el decenio de 1960, el Perú, al igual que otros países del Tercer Mundo, reingresó al mercado internacional de capitales privados. En 1965, un grupo de bancos otorgó el primero de una serie de créditos directos al gobierno para financiar con ellos la puesta en marcha de un vasto plan de obras públicas, en circunstancias que el ahorro nacional tendía a disminuir. Al poco tiempo, el elevado déficit fiscal y la presión conjunta de la demanda de divisas para respaldar el proceso sustitutivo de importaciones y cumplir con el servicio de la deuda, condujeron a una crisis económica que obligó, en 1968, a recurrir a la primera refinanciación de la deuda externa de la posguerra.

Diez años más tarde, luego de la ejecución de un amplio programa de inversiones productivas realizadas principalmente por el Estado y financiado en gran medida por la banca privada, y tras cuatro años ininterrumpidos de

agudo déficit de la balanza en cuenta corriente (1975-78), el gobierno se vio en la necesidad de concertar un segundo refinanciamiento externo. El cronograma de pagos de éste, sin embargo, se adelantaría gracias al formidable aumento de las exportaciones en 1979 y 1980. El crédito siguió afluyendo al inicio de la década de los años ochenta, hasta la súbita crisis de la deuda mexicana. En el ámbito interno, la liberalización de las importaciones (desde 1981) y los efectos de la recesión mundial, habían contribuido a deteriorar seriamente el balance de pagos, por lo que en 1983 debió recurrirse al apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) y a un tercer refinanciamiento global de la deuda. A los problemas de política económica se sumaron en 1983 otros de carácter climático que afectaron negativamente la producción y las exportaciones. Por ello, el servicio de la deuda comenzó a sufrir atrasos desde finales de ese año, y se trató de negociar una nueva refinanciación externa, llegando a obtenerse preacuerdos con la banca y los gobiernos del Club de París en el primer semestre de 1984. Sin embargo, la profundización de la crisis fiscal y el consiguiente incumplimiento de las metas acordadas con el FMI, produjeron la suspensión parcial del pago de intereses a los acreedores. Con escasas variaciones, esta situación se prolongó hasta el primer semestre de 1985.

Hacia 1985 se estimaba que el servicio de la deuda externa pública debería representar el 55% de las exportaciones y sólo los intereses bordearían el 20%. Sin embargo, en julio de ese año, la nueva administración determinó que no se destinaría más del 10% de las exportaciones de bienes y servicios al pago de las obligaciones públicas externas. La prioridad otorgada al crecimiento económico era incompatible con el pago del servicio la deuda externa en su totalidad. Al poco tiempo se inició una etapa de confrontación entre el gobierno y los acreedores que, con algunos matices, se mantendría hasta el final del período gubernamental, en julio de 1990.

La restricción al pago de la deuda externa tuvo tres períodos muy diferentes en la evolución económica. En el primero, entre fines de 1983 y mediados de 1985, la economía estuvo sujeta a un esquema de ajuste ortodoxo que la mantuvo deprimida. En el segundo, durante los dos primeros años de la nueva administración, la política económica logró recuperar el crecimiento de la producción mediante el aumento de la demanda, con una reducción de la tasa inflacionaria. Sin embargo, ya en el segundo semestre de 1986 era evidente la necesidad de introducir reajustes ante el deterioro de la balanza de pagos, la distorsión en los precios relativos y el creciente déficit fiscal. Pese a ello, luego de un conjunto de medidas parciales adoptadas en abril de 1987 y en un contexto económico y político muy diferente, el gobierno trató de prolongar la vigencia de la política de reactivación original, con un resultado negativo. La ampliación de los desequilibrios macroeconómicos por un lado, y las repercusiones de la pretendida estatización de la banca por el otro, condujeron a una recesión de grandes proporciones y a una altísima inflación, que fueron el signo distintivo del tercer período de la moratoria.

En este marco, no puede afirmarse categóricamente que la moratoria, pese a desalentar el ingreso de nuevos capitales, haya determinado el inicio de la profunda crisis económica a partir de 1988. En lo esencial, el comportamiento de las variables económicas debe asociarse a la inconsistencia de la

gestión de la política económica. De hecho, la moratoria permitió que hasta 1988 se produjera una transferencia neta positiva de recursos del exterior. En 1989, esa transferencia cambió de signo debido a medidas de política económica interna y a la reducción de las necesidades de crédito de corto plazo generada por la recesión; de todas formas, gracias a la moratoria, la transferencia neta vinculada al crédito público de mediano y largo plazo continuó siendo positiva incluso en ese año. Al finalizar 1989, los atrasos acumulados de capital e intereses superaron los 9.000 millones de dólares.

Frente a ese beneficio de la restricción unilateral de pagos, existieron costos de muy difícil cuantificación, como la reducción del nivel de las líneas de crédito y el aumento del costo en las operaciones de comercio exterior. Un tema por discutir a este respecto es el relativo a la aceleración de la fuga de capitales, sin embargo, debe señalarse que a la moratoria se sumaron el intento de estatización de la banca e incoherencias en la política económica.

En la primera sección de este trabajo se hará una evaluación del contexto macroeconómico en que tuvo lugar la restricción multilateral de pagos y los rasgos principales de ese proceso. En la segunda sección se pasará revista a la forma en que se gestionó la moratoria, la selectividad de los pagos, los problemas que el país debió enfrentar, sobre todo en los críticos períodos iniciales de la moratoria, y las diversas acciones tendientes a neutralizarlos, así como la relación con los acreedores. En la tercera sección se discutirán las repercusiones sobre la transferencia de recursos del exterior y la fuga de capitales.

## I. La política económica durante la moratoria

### 1. La situación económica hasta 1984

Como en la mayoría de los países del continente, el Perú participó activamente de la afluencia en el mercado de capitales en la década de los años setenta. Así, en los cinco primeros años de ese decenio, se financió un amplio programa de inversiones y, al mismo tiempo, un crecimiento del consumo privado. Gran parte de este financiamiento fue otorgado por la banca privada; entre 1972 y 1976, el 44% de los desembolsos externos provino de esta fuente que, desde entonces, pasó a tener mayor importancia relativa entre los acreedores. En 1970, la deuda pública externa de mediano y largo plazo con la banca privada internacional representó el 17% del total;<sup>2/</sup> en 1975 pasó a significar 43%, sustituyendo en la práctica el crédito que con anterioridad otorgaban los proveedores (cuadro 1). Otra modificación importante en la estructura de la deuda devino del escaso volumen de crédito de los organismos internacionales, como producto del bloqueo estadounidense, en represalia por las expropiaciones de empresas de ese país que hiciera el gobierno militar. Por esta razón, los países socialistas irrumpieron con fuerza en el mercado crediticio, derivándose buena parte de este financiamiento al ámbito militar.

Por un lado, la aplicación de esos recursos externos se orientó a proyectos de desarrollo de largo período de maduración, incluyendo algunos de dudosa rentabilidad pero que en todo caso merecieron la aprobación de las entidades crediticias externas; por otro lado y en mayor volumen, a gasto no productivo: cobertura presupuestaria, compras para la defensa y adquisición de alimentos, principalmente.<sup>3/</sup> En ese mismo período tuvo lugar una sucesión de hechos que determinaron una insuficiencia de liquidez internacional y contribuyeron al incremento del endeudamiento externo. La elevación de las tasas de interés internacionales, la crisis de los países industrializados vinculada al problema del petróleo y las restricciones comerciales impidieron el mejoramiento sostenido del balance en cuenta corriente. Pero también se generaron problemas a partir de la gestión de la política económica interna: la sobrevaluación de la moneda nacional en unos períodos y el excesivo liberalismo en otros tuvieron su cuota de influencia en la erosión de las cuentas externas. La combinación de estos factores con las fluctuaciones cíclicas de la economía internacional generó desequilibrios en el sector externo que condujeron a crecientes déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos,<sup>4/</sup> y al no contar con suficiente capital compensatorio, a la pérdida de reservas internacionales. Ello produjo, entre otras medidas, la renegociación global de la deuda entre 1978 y 1979. El auge de las exportaciones en 1979, cuyo valor en términos reales, gracias a los altos precios y a la maduración de las inversiones en petróleo y minería iniciadas a comienzos del decenio se mantenía como el máximo alcanzado hasta finalizar la década de los años ochenta, y las políticas de ajuste adoptadas permitieron posteriormente renunciar al alivio obtenido con el Club de París, y efectuar un primer prepago de la deuda bancaria refinanciada.

En estas condiciones, al restituirse el sistema democrático, en julio de 1980, el país gozaba de una buena imagen crediticia pese a su deuda externa de 9.600 millones de dólares — más del doble de sus exportaciones —, de los cuales 6.050 millones correspondían al sector público. Más aún, como las perspectivas de los precios internacionales eran muy favorables y el dinero fluía en los mercados de capitales, el gobierno planteó un amplio programa de inversiones sustentado en un 40% por crédito externo. Buena parte de éste provendría de la banca privada internacional, cuyo uso repercutiría posteriormente en una mayor presión sobre el servicio de la deuda. Como muestra de la afluencia financiera, el gobierno decidió, en abril de 1981, prepagar la deuda refinanciada con la banca privada. (Banco Central de la Reserva del Perú, 1985.) Sin embargo, la liberal política de importaciones destinada a sostener la creciente demanda interna, el uso de la política cambiaria para frenar la inflación y la importante reducción de los volúmenes exportados, junto al drástico deterioro de los términos del intercambio — debido a la recesión internacional —, condujeron en 1981 a una crisis en el sector externo que se expresó en una pérdida de reservas internacionales del orden de 500 millones de dólares, con lo que su nivel se redujo al equivalente de dos meses de importaciones. Para superar estos problemas se recurrió a un crédito del Fondo Monetario Internacional (FMI) que había estado gestionándose desde mediados de 1981. Se hizo uso, por una parte, del Servicio de Financiamiento Compensato-

rio, por un monto en Derechos Especiales de Giro (DEG) ascendente a 200 millones, y por la otra, del Acuerdo Ampliado, -por DEG 650 millones-, cuyos desembolsos se efectuarían en tres años. Ello y las correspondientes políticas acordadas con el FMI facilitaron el acceso de las entidades públicas al financiamiento de fuentes privadas: de la banca —en especial de créditos de corto plazo que inicialmente no estuvieron limitados por el acuerdo con el FMI— y de proveedores —particularmente en las adquisiciones para la defensa—, así como de los organismos multilaterales.<sup>5/</sup>

Las desfavorables condiciones externas que persistieron durante 1982 se agravaron por las restricciones operadas en los mercados de capitales a raíz de la crisis de la deuda mexicana, en agosto de ese año. Al mismo tiempo, la tasa de interés aplicada a los préstamos externos siguió mostrando altos niveles reales positivos. Estos factores externos, junto a fenómenos climáticos que a inicios de 1983 deterioraron seriamente la capacidad productiva (el PIB cayó cerca de 12% ese año), configuraron una delicada situación financiera para el país.

En ese marco, al que debería agregarse un elevado déficit del sector público y una fuerte concentración de las obligaciones de la deuda externa (la proyección del servicio de la deuda total indicaba que absorbería cerca del 70% de la exportación de bienes y servicios para 1983, cifra que llegaba casi a 90% para 1984), el gobierno negoció, en el transcurso de 1983, el refinanciamiento de sus adeudos con el Club de París, con la banca privada internacional y con los países socialistas.<sup>6/</sup> Estos refinanciamientos aliviaron la presión del servicio de la deuda en 1983 y 1984; sin embargo, la contribución decisiva para la reversión de los resultados negativos en la balanza en cuenta corriente provino de la severa contracción de las importaciones al restringirse la demanda interna.

En 1983, el Banco Central de Reserva recibió un desembolso del Servicio de Financiamiento Compensatorio del FMI por 170 millones de dólares, y créditos de apoyo a la balanza de pagos: del Fondo Andino de Reservas (FAR), por 195 millones de dólares y de la banca, mediante un sindicato organizado por el Banco Arabe-Latinoamericano (ARLABANK), por 195 millones de dólares, el que a su vencimiento fue asumido por el gobierno. Sin embargo, los Empero, los problemas fiscales persistieron por lo que, aun con el apoyo crediticio recibido, el servicio de la deuda externa comenzó a sufrir retrasos esporádicos desde diciembre de 1983. Por un lado, la creciente inflación erosionaba rápidamente la recaudación tributaria; por otro, las dificultades para reducir los gastos fiscales no financieros a fin de hacer posible la cobertura de los compromisos de la deuda pública eran cada vez mayores. Ambos factores generaron el incumplimiento de las metas concertadas con el FMI. Así, las metas establecidas en el acuerdo con el FMI para 1984 se debieron renegociar. Los tratos fueron iniciados en enero y concluyeron en abril, acordándose la suspensión del Acuerdo Ampliado de 1982 y la suscripción, en su lugar, de un nuevo acuerdo *stand-by* por 250 millones de DEG, cuyas condiciones fueron cuestionadas por diversas fuerzas políticas, incluso en el seno del gobierno. Al mismo tiempo, se obtuvo una ampliación del Servicio de Financiamiento Compensatorio por 75 millones de DEG. Simultáneamente, en

enero se había comenzado a negociar otro refinanciamiento con la banca internacional, lográndose arribar a un preacuerdo,<sup>71</sup> cuya ratificación contemplaba el mantenimiento del acuerdo *stand-by* con el FMI. De todos modos, gracias a ese convenio se obtuvo casi de inmediato un primer desembolso de 100 millones de dólares por parte del sindicato bancario. Pero en marzo, sustentándose en el hecho de que la banca estaba faltando al compromiso de mantener el nivel de las líneas de crédito comercial, el gobierno dejó de servir la deuda contemplada en el preacuerdo firmado en febrero. Entretanto, luego de la primera revisión de las metas acordadas con el FMI, se negoció el refinanciamiento con el Club de París, llegándose con gran rapidez a un convenio global en el mes de junio (Kisic, 1985), bajo el cual se efectuarían los acuerdos bilaterales. También este convenio quedó sujeto al mantenimiento del programa vigente con el FMI.

En la revisión de las metas acordadas con el FMI para el segundo trimestre, reapareció el incumplimiento de aquellas relacionadas con el déficit fiscal. Las proyecciones indicaban la imposibilidad práctica de resolver esta situación, pues la tendencia del déficit era creciente y las medidas correctivas tenían escasa viabilidad. Al no satisfacerse esa meta, y pese a que el gobierno había cumplido en los otros campos, el FMI resolvió suspender los desembolsos del acuerdo *stand-by*.

## 2. Moratoria unilateral discreta

En el contexto señalado, comenzaron a producirse atrasos en el pago de intereses de la deuda; los pagos del principal habían sido resueltos gracias al refinanciamiento previo. En diciembre de 1983 el monto impago total correspondía a sólo un 5% de los intereses vencidos. Sin embargo, los atrasos fueron regularizados en forma sistemática con posterioridad. Esta situación fue arrastrándose durante el primer semestre de 1984. Desde junio de 1984, avizorando la imposibilidad de cumplir con la meta fiscal acordada con el FMI, se inició la acumulación de servicio impago por el refinanciamiento de 1983 con la banca, adicionándose a los atrasos previos referentes al preacuerdo de febrero. Por eso fue que, sobre la base de la confirmación del incumplimiento de aquella meta con el FMI y los retrasos en el pago de los intereses de su deuda, la banca suspendió el último desembolso previsto de 100 millones de dólares. Al mismo tiempo, al no ratificarse el preacuerdo de refinanciamiento de febrero, quedaron en mora los vencimientos desde marzo en adelante. Como el compromiso con el Club de París estipulaba también el mantenimiento del citado acuerdo, quedó en suspenso la firma de los acuerdos bilaterales de refinanciamiento y técnicamente se cayó en mora con los gobiernos y organismos oficiales a partir de los vencimientos de mayo de 1984. Privado el país de crédito externo, con una notoria baja de sus exportaciones y carente de recursos el Tesoro Público, el atraso en el servicio de la deuda se generalizó con todos los acreedores, configurando una situación de virtual moratoria unilateral, pues los preacuerdos con la banca internacional y el Club de París no podían invocarse por la razón antes mencionada.

A partir de agosto de 1984, se adoptó la práctica de efectuar pagos parciales de la deuda pública conforme a la disponibilidad de recursos en Teso-

rería. Ello no fue suficiente para los órganos de control de la banca estadounidense que, al promediar el segundo semestre de 1984, clasificaron la deuda peruana como "sub standard". Posteriormente, con la finalidad de evitar el rebajamiento de esa clasificación a "valor deteriorado", el gobierno efectuó pagos a cuenta de los intereses atrasados. La referida clasificación fue entonces diferida pero se haría efectiva en el último trimestre de 1985, cuando la nueva administración hizo explícita la moratoria. A los demás acreedores se les pagó de manera selectiva. Al finalizar 1984, los atrasos en el pago de capital e intereses sumaban 1.330 millones de dólares, equivalentes al 75% del servicio vendido (excluidos los refinanciamientos).

Pese a esta situación, desde el segundo semestre de 1984 se mantuvo siempre el diálogo con los acreedores, especialmente con el FMI y con la banca internacional. En las negociaciones estuvo claro que, antes que llegar a un acuerdo definitivo, lo central era no deteriorar las relaciones con los acreedores y dejar transcurrir el tiempo pues las elecciones generales estaban próximas y, para ambas partes, era conveniente que el arreglo fuese efectuado por la nueva administración.

En este período, en vista del relativamente holgado nivel de reservas internacionales en el Banco Central, los compromisos con el FMI fueron atendidos normalmente. Con ello se cubría cierta formalidad, y la moratoria era aceptada con alguna renuencia pero con mucho realismo por los acreedores. En verdad, se mantenía cierta esperanza en que el gobierno entrante pudiese resolver la situación, pues el nivel de reservas internacionales era aceptable y podía esperarse que los requerimientos de financiamiento externo para el programa de obras públicas de la nueva administración sólo fuese logrado mediante un acuerdo que, necesariamente, incluiría el refinanciamiento global.

El tema del refinanciamiento fue invocado durante el período preelectoral (desde fines de 1984 hasta abril de 1985) por todos los partidos políticos. En la mayoría de los programas electorales había coincidencias sobre ciertos aspectos. Por ejemplo, se planteaba la necesidad de una reprogramación multianual, con un período de gracia mínimo de cinco años, que considerase un límite al servicio de la deuda en relación con las exportaciones. Solamente la coalición de izquierda propuso una moratoria selectiva dirigida a la banca. El Partido Aprista mantuvo una posición muy crítica frente a las políticas del FMI, y si bien no planteó explícitamente la moratoria, la sugirió al destacar el hecho de que el país no podía sacrificar el crecimiento para cumplir con el pago de la deuda.

En la etapa preelectoral algunos banqueros no ocultaron su deseo de que el Partido Aprista no alcanzase la victoria, debido a sus antecedentes respecto al intervencionismo estatal y a la aplicación extensiva de controles durante el breve período (entre 1945 y 1948) en que participó del gobierno. De repetirse eso, consideraban que las relaciones con los acreedores resultarían afectadas. Las elecciones dieron un holgado triunfo al Partido Aprista e incluso no se llegó a efectuar la segunda vuelta electoral requerida al alcanzar, por escaso margen, más del 51% de los votos en la primera. Con ese respaldo popular, al que se sumó el apoyo implícito de otras fuerzas, y con un alto nivel de

reservas, el futuro gobierno quedó con un amplio margen de maniobra para plantear su política económica hasta entonces resumida en la búsqueda del crecimiento con redistribución y sin una precisión explícita respecto a la deuda externa. Definido el nuevo gobierno, funcionarios del FMI se entrevistaron con el presidente electo, Alan García, recibiendo seguridades de que no habría acciones de repudio y que la moratoria vigente se negociaría, pues su administración tenía la firme voluntad de resolver los problemas de la deuda. Similar respuesta obtuvieron representantes de bancos europeos y japoneses.

Algo más tarde, en las proximidades de la transmisión de mando, se convocó a un grupo de representantes de los bancos de mayor importancia para el país (Citibank, Manufacturers Hannover Trust y Chase Manhattan Bank) a una entrevista con el presidente electo cuyo resultado fue comunicado por Citibank, en su calidad de Presidente del Comité Asesor, a todos los bancos acreedores. En ella, el presidente electo hizo una evaluación de los orígenes de los problemas económicos del país y esbozó su futura política económica. Al tratar temas políticos, el futuro mandatario expresó que en su primer mensaje a la nación haría una definición importante sobre la banca y las finanzas, pero que al mismo tiempo actuaría pragmáticamente y que sus futuras acciones confirmarían esta aseveración. Sobre la deuda externa expresó tanto el deseo de efectuar pagos siempre que existieran los fondos disponibles, así como el deseo de recuperar para el país la calidad de sujeto de crédito. Planteó el respaldo de la comunidad bancaria para lograr un realista programa de amortizaciones y regularizar la situación de la deuda. También mencionó los sucesivos diferimientos de las obligaciones otorgados a la administración saliente, en virtud de lo cual esperaba un trato similar, y señaló que su administración evitaría confrontaciones dejando abierta la posibilidad de efectuar pagos periódicos. Los representantes de los bancos pusieron de relieve las negativas consecuencias de una eventual calificación de la deuda peruana como "valor deteriorado", y por tanto la necesidad de evitar que ella se produjera. Al mismo tiempo, fueron informados que en el mes de agosto se tomaría contacto con algunas instituciones para recibir la reacción a los planes y formular una proposición a la comunidad bancaria. Fueron también advertidos que el gobierno desearía efectuar una recomposición del Comité Asesor de Bancos; esto último era producto de las insinuaciones de algunos bancos para ingresar al Comité Asesor e incluso para reemplazar la presidencia, con la intención de armonizar los intereses de los bancos con la nueva política económica; en otras palabras, para adoptar una línea de acción más conciliante con el país. Estos fueron los antecedentes del enfoque más político que se otorgaría luego a la moratoria.

### **3. Política económica 1985-89**

#### **a) Cuadro global**

Los desequilibrios económicos señalados tanto en el sector externo como en el ámbito fiscal y de la producción, trataron de ser corregidos desde 1984 a través de la reducción de la demanda interna mediante la disminución de los salarios reales, la contracción del gasto público y una restrictiva política credi-

ticia, al mismo tiempo que se procuraba mantener una tasa de interés real positiva y se elevaba persistentemente el tipo de cambio real. Tales medidas comprimieron severamente los niveles de demanda y condujeron a una mejora del balance comercial, pero al mismo tiempo generaron expectativas desfavorables que aceleraron la inflación, erosionando la recaudación tributaria. Este fracaso de la política económica convencional entre 1981 y 1984, que se sumaba al acontecido entre 1975 y 1978, generó un ambiente propicio para el ensayo de un camino alternativo. De esa manera, se llegó al cambio de administración con un escenario caracterizado por la creciente inflación, una profunda depresión de la demanda que significaba un alto grado de capacidad productiva ociosa, un razonable nivel de reservas internacionales y adelantos del tipo de cambio real, de los precios y tarifas públicas y de los precios privados, motivados estos últimos por las expectativas sobre la política económica del nuevo gobierno.<sup>8/</sup>

Sobre esta base, y concibiendo el fenómeno inflacionario como resultado de la presión de costos que se agravaba por la reducción del volumen producido a consecuencia de la contracción de la demanda, se puso en ejecución un Plan de Emergencia de corto plazo con el fin de lograr un "ajuste expansivo", es decir, reducir el ritmo de la inflación y al mismo tiempo reactivar la producción. Dos objetivos de más largo alcance orientaban ese Plan: limitar la transferencia de recursos al exterior y, a partir de ello, generar un proceso sostenido de acumulación bajo la orientación del Estado (Alva Castro, 1987b). Por eso, el programa de corto plazo debería ser aplicado en un período de doce a dieciocho meses, luego de los cuales se buscaría mantener un adecuado ritmo de crecimiento con base en el reforzamiento del proceso ahorro-inversión. Los elementos centrales del Programa de Emergencia fueron: la limitación de los pagos del servicio de la deuda con el objeto de aliviar las presiones sobre la balanza de pagos y las cuentas fiscales; una devaluación de 12% que, junto a la subvaluación vigente del inti, permitiera una congelación del tipo de cambio por un período no menor de un año (se creó un mercado financiero libre al cual los exportadores tuvieron acceso en cierta proporción de sus liquidaciones de divisas), la rebaja de la tasa de interés y el control de precios de los bienes y servicios no agrícolas.<sup>9/</sup> Con estas medidas se buscaba frenar el ritmo de aumento de los precios. Paralelamente, para reactivar la demanda se elevaron los salarios reales, se inició un programa de empleo masivo y se creó un fondo para otorgar precios de garantía a los agricultores. En el ámbito fiscal se esperaba un aumento de la recaudación por efecto de las mayores ventas, mientras que en el gasto se privilegió el destinado a la inversión por lo que, para no elevar el gasto global, se había limitado el pago de la deuda externa.

Las condiciones preexistentes, sobre todo las relacionadas con el alto grado de capacidad de producción ociosa y el adelanto del tipo de cambio y de los precios, junto a las medidas señaladas, permitieron de inmediato reducir la inflación e iniciar, en los meses siguientes, una reactivación generalizada con base en el crecimiento de la demanda interna. Este proceso se extendió durante 1986.<sup>10/</sup> Sin embargo, ya a inicios de ese año una fracción del equipo económico había alertado sobre la necesidad de efectuar ajustes esporádicos

de pequeña monta para evitar el surgimiento de desequilibrios.<sup>11/</sup> Los planteamientos no fueron acogidos y, por el contrario, se acentuaron medidas reactivadoras, buena parte de las cuales fueron financiadas por el sector público. Con posterioridad, estas medidas se revelarían altamente negativas, como los casos del nivel de la reducción del impuesto general a las ventas y la cuasi congelación de precios y tarifas públicas, de gran impacto sobre el déficit fiscal y la emisión monetaria.

A fines de 1986, los indicadores de producción, empleo y salarios mostraban una rápida recuperación. Como resultado de la política de expansión de la demanda interna (básicamente del consumo), el producto global había crecido casi 9%, el industrial 16% y el de la construcción 21%; el desempleo se había reducido de 10% a 5,4% y los salarios medios se habían incrementado en 30%. La evolución trimestral de los indicadores económicos de corto plazo muestra los periodos de auge y de recesión entre 1984 y 1989 (cuadro 2). Sin embargo, el carácter y la intensidad de esa política expansionista comenzaba a rebasar los límites de la capacidad de respuesta de la producción, y ello se traducía en la persistente alza de los precios pese a los mecanismos de control. A las limitaciones de la oferta se sumaban las crecientes presiones de demanda derivadas del incremento real de los salarios y de la expansión de los medios de pago entre 1985 y 1986. Esa expansión monetaria tuvo dos orígenes sucesivos: el primero estuvo vinculado a la creación de un mercado financiero de divisas, en agosto de 1985, cuyo precio (25% superior al de el tipo de cambio oficial) era sostenido por el banco central con tres propósitos: "desdolarizar" al sector privado acumulando reservas en el banco central; crear un mecanismo para devaluar de manera selectiva en el futuro y evitar que el alza en el tipo de cambio libre afectara el programa (Webb, 1987). Con esto, el programa ganaría credibilidad, y al mismo tiempo la acumulación de reservas daría cierta holgura para enfrentar las probables represalias por la decisión de limitar el pago de la deuda externa. Los efectos expansivos sobre los medios de pago fueron parcialmente atenuados por una elevación de la tasa marginal de encaje bancario. La segunda fuente de expansión fue el aumento del crédito al sector público en el segundo semestre de 1986, reflejo del efecto negativo de las medidas fiscales de febrero: la recaudación tributaria, a pesar del fuerte incremento de las ventas, cayó a 10,5% del PIB luego que en el primer semestre registrara casi 15%; simultáneamente hubo un mayor aumento de los gastos del gobierno central y las empresas públicas, con sus precios rezagados, aumentaron su déficit, por lo que debió recurrirse al financiamiento del banco central por cerca de 3% del PIB. En este contexto, el nivel de precios, si bien se redujo de manera considerable respecto a los años anteriores, aumentó 63%. Al desequilibrio fiscal, se sumó la reaparición del desbalance externo. La caída del precio del petróleo y en menor grado de los minerales determinaron una baja de 15% (450 millones de dólares) en las exportaciones. Además, el acelerado crecimiento de la demanda interna y las expectativas sobre el levantamiento de la congelación del tipo de cambio — cuyo rezago era evidente — hicieron crecer las importaciones en 44% (800 millones de dólares). Ello, y el escaso ingreso de capitales significó una pérdida de reservas del orden de 500 millones dólares.

En el primer trimestre de 1987 era muy claro que el contexto para el mantenimiento del programa de emergencia había variado radicalmente. En efecto, el nivel de reservas caía en forma persistente, las importaciones especulativas eran alentadas por un tipo de cambio real declinante,<sup>12/</sup> no existían fuentes suficientes de financiamiento externo, el margen para sustentar aumentos salariales sin reajustar precios estaba prácticamente eliminado, había creciente retraso en los precios y tarifas públicas y, entre otros hechos, algunas industrias estaban operando casi en su máxima capacidad. En esas circunstancias, la antigua discusión sobre la necesidad de adoptar medidas correctivas, que hasta ese entonces se estimaba no alcanzarían a ser traumáticas, siguió debatiéndose en el equipo económico. Los temas centrales en debate eran: la necesidad de reducir el ritmo de crecimiento de la economía a través de una desaceleración de la demanda interna, la resolución de la brecha fiscal, que significaba incremento de la recaudación y aumento en los precios y tarifas públicas, y el reajuste del tipo de cambio oficial. La decisión política de mantener el esquema económico original significó, a mediados de 1987, el desplazamiento del grupo que al interior del gobierno había pugnado por introducir modificaciones en el curso del programa de corto plazo.<sup>13/</sup>

A lo anterior se sumó de inmediato el intento de estatización del sistema financiero que, aunque nunca se concretó, representó un alto costo para el gobierno, tanto por el rompimiento del consenso político que hasta entonces había disfrutado, como por la reducción de su margen de maniobra para rectificar la política económica.<sup>14/</sup> A partir de entonces (julio de 1987), pese a la frágil situación económica, se trató de aplicar con mayor énfasis el esquema de reactivación inicial. A pesar de la tendencia creciente de la inflación, se volvió al sistema de tipo de cambio fijo, se rebajó la tasa de interés y se trató de manejar los precios y tarifas públicas como freno artificial de la inflación, aunque esto último sólo se tradujo en un creciente rezago real de aquéllos y en un incremento del déficit público. La tendencia al alza de las importaciones, que a duras penas había sido frenada el primer semestre, se acentuó marcadamente al ampliarse la sobrevaluación de la tasa cambiaria y eliminarse ciertas restricciones administrativas. Al mismo tiempo, se amplió el sistema de cambios múltiples para favorecer a los exportadores con un tipo de cambio más alto, y simultáneamente abaratar las importaciones. Con esto se produjeron serios efectos en la expansión monetaria que se reflejaron en una mayor presión sobre la demanda agregada y en una escalada del tipo de cambio del mercado paralelo.

Este ineficiente manejo de la política económica reintrodujo un factor de desconfianza que había sido prácticamente eliminado en los inicios de la nueva administración. En la percepción de los agentes económicos, las medidas, en lugar de corregir tendían a agudizar los desequilibrios debido a su insuficiencia. Se acrecentó así la incertidumbre y el escepticismo respecto a la eficacia de la política gubernamental. Al finalizar 1987, el PIB había vuelto a crecer 8,0%, siempre con el impulso de la demanda interna; los salarios medios aumentaron en 8,0% y la tasa de desocupación continuó descendiendo. Al mismo tiempo, la inflación alcanzó 115%, con una peligrosa aceleración de su tendencia alcista en el segundo semestre; el tipo de cambio real continuó

deteriorándose y la tasa de interés real se tornó altamente negativa. Como no pudo corregirse la debilidad de la recaudación, el déficit público creció hasta alcanzar casi 7% del PIB, por lo que se continuó recurriendo al Banco Central para financiarlo; a ello se sumó la expansión monetaria por el diferencial cambiario — que en el último trimestre alcanzó 4% del PIB — y, en general, una política monetaria pasiva que coadyuvó al crecimiento de la inflación y a la violenta reducción de las reservas internacionales (cerca de 800 millones de dólares, de los cuales 625 millones se perdieron en el segundo semestre); adicionalmente, florecieron las actividades informales, incluso en el sistema financiero. Luego de un ajuste cambiario en diciembre de 1987 para tratar de contrarrestar la aguda crisis externa, en 1988 continuó aplicándose el mismo esquema económico, lo que provocó expectativas cada vez más desfavorables.<sup>15/</sup> Dos conjuntos de medidas se ensayaron en marzo y julio sin lograr reducir los desequilibrios, pues además de insuficientes, mantuvieron los mecanismos que generaban una fuerte expansión monetaria. Sólo con el programa de setiembre, pese a sus limitaciones, se comenzó a eliminar la emisión derivada del diferencial cambiario y el otorgamiento de subsidios, lo que tuvo un considerable efecto sobre los precios internos; en el mismo sentido, las medidas tomadas entre noviembre de 1988 y marzo de 1989 mostraron la intención de realinear los precios y el tipo de cambio.

Como resultado de lo anterior, en 1988 los indicadores económicos que habían sido favorables hasta 1987 se revirtieron. El PIB cayó 8%, con una reducción de 10% en el sector industrial; la tasa de desocupación subió de 4,8% a 7,9%, y los ingresos medios se redujeron en 27%. La inflación, que había comenzado a acelerarse desde fines del año anterior, salió de sus límites históricos al superar el 1.700%. Se perdieron más de 400 millones de dólares en reservas internacionales netas, con lo que su nivel fue negativo en 350 millones. La emisión continuó presionando el aumento de los precios, pues por un lado el déficit no financiero llegó a 7,5% del PIB, financiado siempre en buena parte por el Banco Central, cuyas pérdidas financieras y cambiarias alcanzaron a cerca del 5% del PIB.

Los propósitos de ajustar los precios y tarifas públicas a sus costos reales, eliminar los subsidios y realinear el tipo de cambio quedaron frustrados en el primer trimestre de 1989. De todas formas, la decisión de liquidar en el mercado libre un amplio segmento de importaciones que hasta febrero se transaban al tipo de cambio oficial, desencadenó un fuerte aumento de los precios internos en los meses siguientes. Al poco tiempo se volvió a reprimir el tipo de cambio y los precios públicos, en el vano intento de frenar la inflación y, más aún, a partir del tercer trimestre se otorgaron facilidades para la importación, tratando de viabilizar una reactivación económica. Pese a ello, los desbalances económicos y la desconfianza imperante generaron períodos de desabastecimiento, aun cuando habían desaparecido las restricciones externas gracias al considerable aumento del volumen exportado y el bajo nivel de las importaciones originado por la recesión. En ese marco, en 1989 la inflación alcanzó a 2 775%, erosionando fuertemente los salarios, que se contrajeron más de 40%, y los saldos monetarios reales, que alcanzaron apenas a 4% del PIB. La drástica reducción de la demanda interna determinó que el pro-

ducto global volviera a contraerse, esta vez en 11%, con fuerte gravitación de la manufactura (-18%) y la construcción (-16%), que redundaron en una nueva caída en el nivel de empleo formal. El déficit público disminuyó por el menor nivel de gasto que debió acompañar a la violenta caída de los ingresos fiscales debido a la inflación; al mismo tiempo, el déficit cambiario se redujo de manera considerable. El comportamiento del comercio exterior determinó una balanza comercial de bienes muy favorable y una recuperación de reservas internacionales del orden de 950 millones de dólares, lo que hizo elevar su nivel hasta cerca de 550 millones.<sup>16/</sup>

En el primer semestre de 1990, a la severa crisis económica se añadieron las complicaciones propias de un proceso electoral. Los precios y tarifas mostraron una ínfima recuperación de sus niveles reales, en tanto que el rezaigo del precio de los combustibles continuó creciendo, de modo que los desequilibrios fiscales se mantuvieron. La subsecuente expansión de la base monetaria y sus efectos sobre el nivel de precios, y las desfavorables expectativas, llevaron a que la inflación en julio, mes del cambio de gobierno, registrase una tasa superior a 3.000% para los doce meses anteriores. La producción mostró débiles signos de recuperación a costas del uso intensivo de reservas internacionales, cuyo nivel llegó nuevamente a ser negativo en 140 millones de dólares.

El cambio de gobierno permitió un radical viraje en la política económica. Se realizó un severo ajuste fiscal que elevó las tarifas públicas entre 1.000% y 2.000% y el precio de la gasolina en 3.000%, al mismo tiempo que abolió gran parte de exoneraciones fiscales. Se procedió también a la liberalización del tipo de cambio, la rebaja de aranceles y la eliminación de restricciones para-arancelarias. Con ello, la inflación en el mes de agosto fue de 397%, para luego reducirse a alrededor de 10% en los tres meses siguientes; sin embargo, la depresión de los salarios reales y por tanto de la demanda interna fue tan drástica que se estimaba una caída adicional de casi 5% en el PIB. Así, se generó la acumulación de reservas internacionales, incentivadas además por la intervención del Banco Central en el mercado libre de divisas para sostener el tipo de cambio.<sup>17/</sup> Con esa evolución, entre 1985 y 1989 la economía acentuó la profunda crisis en que se debate desde la segunda mitad del decenio de los años setenta. En síntesis, esta crisis se expresa en la declinación a largo plazo del producto por habitante, la tendencia creciente de las tasas medias de inflación y una continua descapitalización que, en el sector privado, se traduce en la creciente obsolescencia tecnológica de las principales actividades productivas, al tiempo que, en el ámbito gubernamental, significa el deterioro de la infraestructura y de los servicios sociales. Esto se aprecia en las cifras que se entregan en el cuadro 3.

#### b) Moratoria unilateral explícita

El anuncio del Presidente García sobre la limitación del servicio de la deuda al equivalente del 10% de las exportaciones durante el primer año de gobierno, sorprendió tanto a los acreedores como a los grupos internos de poder económico y político. Sin embargo, la reacción inmediata por parte de estos últimos fue de expectativa pues, además de ser una de las piezas fundamenta-

les de un programa económico no convencional que comenzaba a materializarse, estaba fresca la experiencia de una moratoria silenciosa cuyos costos, disminución de las líneas de crédito bancario y suspensión de desembolsos por parte de varios acreedores, habían sido atenuados por la recesión, sin afectar de modo serio la actividad económica. La decisión de limitar el servicio de la deuda externa tenía sustento en sólidos argumentos económicos, aunque el tono con que se presentó hizo que se percibiera con un carácter predominantemente político. En primer lugar, como ya se ha señalado, el cumplimiento en el servicio de la deuda absorbía una cantidad importante de recursos fiscales que constituían una fuerte presión para el déficit público. La generación de esos recursos registraba niveles que imposibilitaban el pago íntegro de las deudas del gobierno. Por otra parte, el crédito del Banco Central para esos fines sólo habría disfrazado la postergación del problema, generando efectos inflacionarios indeseables para la política que se estaba planteando. En segundo lugar, si bien existía un nivel apreciable de reservas internacionales, buena parte de ellas eran necesarias para financiar las importaciones del programa de reactivación en el corto plazo. Debía, al mismo tiempo, cautelarse su uso para soportar el mantenimiento del tipo de cambio, a fin de dar credibilidad al programa ante todos los actores económicos. Habían dos factores adicionales para mantener un alto nivel de reservas: por un lado, se requería garantizar el crecimiento de las inversiones y de la producción en el mediano plazo, y por el otro, tener un elemento de soporte en caso de represalias por parte de los acreedores. Por esas razones, plenamente compartidas al interior del equipo de gobierno, la limitación del servicio de la deuda pública era una de las medidas estratégicas para el cumplimiento del plan económico de la nueva administración. Cuando éstas se presentaron a los economistas, académicos y empresarios, hubo un reconocimiento tácito de su necesidad surgiendo de allí un consenso nacional al respecto. Las objeciones por parte de los empresarios aparecerían casi dos años después, y se referirían fundamentalmente a la forma agresiva en las relaciones con los acreedores, que condujeron a un virtual aislamiento del país en la comunidad financiera internacional.

Como marco de referencia, debe señalarse que el problema de la atención del servicio de la deuda nunca fue concebido como primordial en el diseño de la estrategia económica. Lo central fue la preocupación por la reactivación económica y su mantenimiento futuro. Alrededor de este asunto se definieron posiciones incluso divergentes al interior del equipo económico, pero en el tema de la deuda las discrepancias se remitían a la forma de articular una relación futura con los acreedores, pues existía consenso en que era imposible cumplir con el servicio total de la deuda en los años inmediatos. Un grupo propugnaba movimientos cautos sin enfrentamientos frontales que impidieran el diálogo posterior con los acreedores. El otro grupo era partidario de una actitud agresiva y de una temprana ruptura. Eso condicionó el hecho de tratar de mantener un vínculo con los diferentes acreedores, intentando ganar así el máximo de tiempo posible. Hubo además otro significativo factor. Para un grupo de asesores del gobierno, el agravamiento del problema de la deuda en Latinoamérica era una cuestión de corto plazo. Consideraban que

los países de mayor tamaño incurrirían en medidas similares en los próximos dos o tres años y que entonces podría organizarse acciones a nivel continental que mejorarían la posición negociadora de los países. En efecto, esto fue ocurriendo pero sin la amplitud, la velocidad ni la agresividad que entonces se suponía. Más específicamente, esos mismos asesores identificaban al FMI y al BM como los "chivos expiatorios" de ese proceso, por lo que creían conveniente que el gobierno radicalizara sus posiciones y asumiera el liderazgo. De este modo se explica el cercenamiento de las posibilidades de discutir algunas vías de salida a futuro que en ciertos momentos se presentaron con esas organizaciones.

De cualquier forma, entre fines de 1985 e inicios de 1986, en el plano técnico no cesó de trabajarse, por la eventual negociación con los acreedores. En el seno del Comité de la Deuda Externa se discutieron planteamientos variados. El ejercicio que mostró mayores coincidencias con las definiciones políticas fue aquel que, en síntesis, planteaba una refinanciación del total adeudado con todos los acreedores, excepción hecha de los organismos multilaterales, siempre que existiese una afluencia neta positiva de capitales, a un plazo de 20 años, incluyendo cinco de gracia con una tasa de interés fija de 3% anual. Con ello, el servicio en relación con las exportaciones fluctuaba los cinco primeros años entre 11% y 14%, sin considerar nuevos desembolsos. Si se tomaba en cuenta un desembolso promedio anual de 600 millones de dólares de créditos adicionales, con plazo de cancelación de 10 años y cuatro de gracia a tasas de interés del mercado, el servicio fluctuaba entre 14% y 17% los cinco primeros años. Pero aun en este caso se produciría una transferencia negativa de recursos ya al segundo año del ejercicio. Por ello, quedó sólo como un elemento referencial. Al finalizar 1985, luego que los Estados Unidos decretaran la calificación de la deuda bancaria peruana como "valor deteriorado", se aceleró el recorte de las líneas de crédito comercial y se produjeron algunos incidentes con bancos y proveedores, tanto estadounidenses como europeos, que trataron de efectuar el cobro de sus créditos en forma compulsiva, acrecentando la inquietud respecto a represalias mayores. Ello hizo necesario que la administración reforzara medidas y acciones preventivas para proteger sus activos financieros y físicos en el extranjero, así como el comercio exterior, de eventuales medidas compensatorias por parte de los acreedores.

La situación se tornó más complicada con los deliberados atrasos en el servicio de las obligaciones con el FMI desde setiembre, en circunstancias que las reservas internacionales crecían aceleradamente. A mediados de febrero de 1986, el directorio del FMI hizo una revisión de la situación de la mora peruana en la que se puntualizó que si a mediados de abril el país no regularizaba su situación, sería declarado inelegible para usar los recursos del Fondo. Tal posibilidad se tradujo en una gran inquietud para la banca, pues se consideraba que mientras la vinculación con el Fondo se mantuviese en términos normales existirían posibilidades de que el país reanudara el pago a los acreedores.<sup>18/</sup> También fue inquietante para las autoridades, que consideraron un probable endurecimiento de los acreedores y el desencadenamiento de represalias mayores si la declaración de inelegibilidad tuviera lugar. La creciente tensión en la relación con los acreedores aumentó durante 1986. El castigo so-

bre la deuda en los bancos estadounidenses se elevó a 25%. A la vez, el gobierno se reafirmó en su postura: la limitación para el pago del servicio de la deuda, que vencía en julio, fue prorrogada por otro año, al tiempo que se suspendía la remisión de utilidades y otros pagos al exterior por un período de dos años. Ello liquidó las expectativas de los acreedores que aún tenían cierta esperanza en una moderación de la actitud del gobierno. El FMI, que había postergado su decisión en abril, decretó, a mediados de agosto, la inelegibilidad del país para acceder a sus recursos.

En 1987, la moratoria temporal brasileña hizo renacer expectativas sobre la posibilidad de una acción latinoamericana conjunta. Sin embargo, ella fue diluyéndose en el tiempo, conforme los países deudores iban resolviendo su situación de modo individual. Por otro lado, la provisión de reservas sobre las deudas de los países del Tercer Mundo que hiciera el Citibank a principios de año, modificó la perspectiva de los bancos internacionales que, al poco tiempo, se verían obligados a tomar similares decisiones (CEPAL, 1990a).

El endurecimiento de la posición peruana se hizo más explícito en el segundo trimestre de 1987, cuando se suspendieron los pagos al BM, por considerar que la afluencia neta con esta institución había comenzado a ser negativa. El volumen de crédito de corto plazo disminuyó, luego de la recuperación experimentada entre comienzos de 1986 y mediados de 1987, pero aun cuando no hubo otras decisiones relacionadas con el tratamiento de la deuda, el anuncio del proyecto de estatización del sistema financiero hizo perder líneas de crédito a varias instituciones privadas.

Entre mediados de 1987 e inicios de 1988, la persistencia de las autoridades en mantener una política económica basada en el crecimiento del consumo, y la pérdida de iniciativa de la administración a partir de la pretendida estatización del sistema financiero condujo a la rápida pérdida de reservas internacionales, la aceleración inflacionaria y el inicio de la recesión. Además, hizo que en la práctica la banca se resignase a no esperar un arreglo. Por otra parte, las tensiones de la administración respecto a las posibles represalias inmediatas de algunos acreedores, que habían comenzado a disiparse desde el segundo semestre de 1986, fueron relajándose rápidamente ante la ausencia de medidas contra el país. Todo ello influyó para que el problema de la deuda se relegase aún más. Sin embargo, impidió que entre fines de 1987 y mediados de 1988 se firmasen convenios de pago de la deuda vinculada a los créditos de capital de trabajo con algunos bancos que aceptaron exportar productos no tradicionales por el doble del monto del pago.

A partir de aquella época, en medio de la grave crisis económica, el tratamiento de la deuda quedó estancado. Los desembolsos continuaron reduciéndose, incluso se suspendieron los del BID, determinando a su vez una disminución de los pagos. Ya al finalizar 1989, ante la posibilidad que el país se viese obligado a excluirse del FMI, y luego de prolongadas negociaciones, se reanudó el servicio correspondiente a esa institución; más tarde, bajo la administración del Presidente Fujimori, se reiniciarían los pagos al BM. Mientras tanto, a comienzos de 1990 el gobierno había llegado a un acuerdo con un grupo de bancos, reconociendo la vigencia de sus adeudos.

## II. Gestión de la moratoria

### 1. Deudas afectadas

Los atrasos en el servicio de la deuda comenzaron a fines de 1983 debido a las restricciones fiscales. Estos atrasos, que crecieron de manera sustancial en 1984, se referían a la deuda de mediano y largo plazo del sector público (gobierno central y empresas públicas), sin hacer distinciones entre los acreedores. Luego del cambio de gobierno y hasta julio de 1986, la moratoria se continuó aplicando exclusivamente a ese tipo de deuda (un 75% del saldo de la deuda externa total).

La deuda de mediano y largo plazo de las empresas privadas con el exterior (cerca de 10% de la deuda externa total) no sufrió atrasos en la primera fase de la moratoria ni tuvo restricciones para su servicio hasta julio de 1986. La razón de ello radicaba en la presunción de que, al limitar sus pagos, se estaría obstruyendo la posibilidad de que esas empresas pudieran obtener crédito para las inversiones que el propio programa económico requeriría en el largo plazo. A su vez, este razonamiento suponía que, dada la liberalidad en las transacciones en moneda extranjera habida hasta julio de 1985, algunas empresas contaban con suficiente credibilidad y con recursos en el exterior que podrían usar como colateral para obtener créditos. Sin embargo, ante las conjeturas de que este expediente habría constituido un antiguo canal para la fuga de capitales, en julio de 1986 se prohibieron también los giros para el servicio de la deuda privada de mediano y largo plazo. En el caso de las obligaciones con el FMI, pese a la moratoria discreta con todos los acreedores desde 1984, el servicio se mantuvo sin retraso hasta setiembre de 1985. Los pagos se reiniciaron a fines de 1989. La moratoria no incluyó limitaciones sobre las deudas de corto plazo, públicas o privadas, en consideración de los serios inconvenientes que se derivarían de cualquier acción sobre ellas. Más aún, las autoridades económicas señalaron persistentemente que la deuda de corto plazo no tendría en ese momento ni en el futuro restricción alguna para su cancelación. Esta precisión fue hecha en ambas fases de la moratoria como una manera de despejar posibles dudas de los bancos extranjeros para el financiamiento de operaciones de importación y exportación.

En efecto, en ningún momento se retrasó el servicio de los créditos de corto plazo vinculados al comercio externo aun cuando era notoria la disminución de las líneas de crédito de bancos del exterior desde marzo de 1984. Pese a ello, el recorte de las líneas de crédito, las cada vez más duras condiciones que fueron imponiendo los bancos extranjeros y el enorme crecimiento de las importaciones determinarían que en 1986 se comenzaran a utilizar los depósitos de las entidades financieras nacionales como garantía de créditos comerciales.

Incluso los intereses correspondientes a las líneas de crédito de capital de trabajo (créditos bancarios otorgados a empresas públicas y privadas para financiar sus operaciones principalmente de exportación), que habían sido refinanciados a 360 días en 1983 y considerados para su refinanciamiento a nueve años en el preacuerdo de 1984, fueron siempre atendidos, aun cuando se

estimaba que el costo de mantener ese lazo con la banca era demasiado alto (alrededor de 65 millones de dólares anuales), sin obtener beneficio adicional, y sobre todo cuando se operaba una violenta caída de reservas.

## 2. Priorización en los pagos

En los meses iniciales de la primera etapa de la moratoria, a fines de 1983, los pagos fueron haciéndose de manera selectiva; la primera prioridad se otorgó a la banca, pues el objetivo era concluir las negociaciones para la nueva refinanciación. De allí que las obligaciones con los bancos no mostrasen algún atraso hasta después de firmarse el preacuerdo de febrero de 1984. A partir de marzo de ese año, comenzaron a acumularse los impagos, y pese a que se intentaba regularizarlos lo más rápidamente posible, al finalizar 1984 la relación entre el saldo en mora unilateral y las obligaciones vencidas con la banca era de 75%, la más alta entre todos los acreedores.

Hacia fines de 1984, ante la posibilidad de que la deuda con los bancos estadounidenses fuese rebajada a la condición de "valor deteriorado", se efectuó un pago de 51 millones de dólares por regularización de intereses y luego se realizaron pagos parciales mensuales, hasta julio de 1985, para cancelar los intereses atrasados.<sup>19/</sup> Los intereses de la deuda de mediano y largo plazo pagados a la banca en 1984 fueron el 50% del total pagado por ese concepto; entre enero y julio de 1985 ese valor ascendió a 60%. Aparte de esas regularizaciones, ya desde agosto de 1984 los demás pagos mensuales de la deuda pública se definían en función de la disponibilidad de caja. La prioridad fue sesgándose hacia las obligaciones con los países socialistas; parte de éstas, que habían sido refinanciadas en 1983, eran pagadas con la exportación de bienes manufacturados, por lo que el Tesoro las cancelaba en moneda nacional a los exportadores. Los organismos multilaterales seguían en esa priorización implícita, en tanto que se acumulaban las obligaciones impagas de los proveedores, y más aún la de los gobiernos y organismos oficiales. La situación varió a partir de agosto de 1985, luego de adoptarse la decisión de limitar el servicio de la deuda. En su aspecto conceptual, la idea de limitar los pagos, había sido analizada por el equipo económico del nuevo gobierno, aunque sin llegar a establecer algún parámetro determinado ni la mecánica operativa para ello. De allí que el anuncio presidencial sobre la sujeción de los pagos al límite del 10% de las exportaciones de bienes y servicios sorprendiera incluso a muchos miembros del gobierno no vinculados al equipo económico, y que su ejecución en los primeros meses fuese responsabilidad directa del ministro de economía y del viceministro de hacienda, quien fue designado Presidente del Comité de la Deuda Externa. Desde agosto de 1985, la restricción de los pagos se continuó aplicando a la deuda pública de mediano y largo plazo. Al mismo tiempo se definió que el límite del 10% se calcularía sobre el valor de las exportaciones totales de bienes y servicios. Para la distribución del monto a pagar se estimaba que debería buscarse la relación servicio-desembolso más beneficiosa.

Hubo consenso en atender en primer término el servicio de los organismos multilaterales, pues existía un importante monto de desembolsos pendiente (pese al cuestionamiento de un sector del gobierno sobre la bondad de los proyectos financiados por esos organismos), no había precedentes sobre la

reprogramación de sus obligaciones y se presumía que cualquier acción en este sentido tomaría un período muy largo de negociaciones. Por otro lado, se consideraba que a través de esos organismos podría lograrse una relación indirecta con los otros acreedores mientras se entablaban negociaciones bilaterales, y en ese sentido podrían constituir un elemento de distensión en el enfrentamiento más o menos abierto con las otras fuentes de crédito. Además, éstas eran las únicas fuentes que eventualmente podrían proporcionar recursos frescos. Un importante problema relacionado con los organismos multilaterales era la inexistencia de créditos en proceso de aprobación (como resultado de la virtual congelación de nuevos créditos desde 1982).<sup>20/</sup> Por lo tanto, al tener una afluencia neta de capitales positiva pero muy pequeña, inexorablemente llegaría el momento en que los desembolsos fuesen menores que las amortizaciones, haciendo crítico el sostenimiento de los pagos. De todas maneras, por insistencia del Ministerio de Economía, se inició una lucha contra el tiempo para transformar algunos anteproyectos — mantenimiento de carreteras, saneamiento y financiación de viviendas — en solicitudes de crédito al BID.<sup>21/</sup>

En segundo término, se consideraron los pagos selectivos a los gobiernos y organismos oficiales debido a razones similares a las de los organismos multilaterales. Pero en este caso se planteó una priorización de los países e instituciones involucrados, en función del volumen de desembolsos pendientes y del tipo de proyectos que estaban financiando con el objeto de entablar negociaciones bilaterales en el futuro. El pago a la banca sería lo menos prioritario pues los créditos estaban cerrados desde marzo de 1984 y sólo operaban algunas líneas de crédito de corto plazo que luego irían disminuyendo de nivel. Dada la posición sostenida por el país, la agresividad mostrada en los foros internacionales y el nivel de impagos existente, no se esperaba desembolsos por parte de ellos. Más aún, se consideraba que eran los acreedores de los cuales podrían esperarse las primeras represalias.

Como una manera de alentar a las posibles fuentes de crédito, se definió que las deudas contraídas a partir de agosto de 1985 serían servidas regularmente y estarían exentas de cualquier restricción. Por lo tanto, hay aquí una acotación adicional a la fijación del límite para el pago que se referiría desde entonces a la “deuda vieja” (antes de agosto 1985).

Como paso previo a la priorización definitiva de los pagos, se determinó que cierto tipo de deudas quedaría excluido del límite. Dentro de éstas, se consideró las del Fondo Andino de Reservas (FAR), pues el Perú tenía interés en no causar dificultades a su funcionamiento ni deteriorar la relación con sus países miembros. Además, el FAR se consideraba como una probable fuente de futuros préstamos.<sup>22/</sup> Similar trato recibió la Corporación Andina de Fomento (CAF), que amplió sus facilidades al país para financiamiento del comercio exterior.

También se excluyeron los pagos que se venían realizando mediante convenios de exportación, en gran parte con la Unión Soviética y en menor escala con países de Europa Oriental y algunos proveedores. Con estos países existían acuerdos firmados por el gobierno anterior que comprometían la producción de un buen número de industrias nacionales que en aquella época so-

portaban la contracción de la demanda interna. Esta exclusión se basó en su efecto reactivador sobre muchas empresas y a que, en los primeros meses del nuevo gobierno, la Tesorería comenzó a mostrar superávits de caja. El pago en productos era además una de las modalidades para el servicio de la deuda que había propugnado el Partido Aprista (Alva Castro, 1987b). Sin embargo, se planteó una revisión de la lista de productos exportables bajo esa modalidad, con el fin de disminuir su componente importado y evitar desajustes en el abastecimiento local, en circunstancias que la demanda interna comenzaba a crecer.<sup>23/</sup> Además, se especificó que en estos casos, el factor limitante para la continuación de los pagos en el futuro sería la disponibilidad de los recursos fiscales correspondientes. Por último, se excluyeron también los pagos derivados del financiamiento de las compras de alimentos, pues por un lado el cumplimiento de estas obligaciones permitiría acceso futuro a este tipo de crédito, y por otro era muy difícil efectuar un control de los pagos pues estas deudas estaban garantizadas por agencias oficiales como la Commodity Credit Corporation de los Estados Unidos o el Canadian Wheat Board, que operaban mediante convenios con el Banco de la Nación en los que éste autorizaba el débito automático en sus cuentas operativas de bancos en el exterior.

Definidos los acreedores que serían excluidos de la limitación de pagos, se determinó una prioridad entre los acreedores sujetos a esa limitación que, en síntesis, fue la siguiente:

a) Organismos Internacionales (BM, BID, FIDA). Estos pagos se efectuarían siempre y cuando se verificase la existencia de una afluencia neta positiva de capitales. Para que esto último pudiese ocurrir en un período relativamente amplio, se requeriría aligerar las trabas administrativas de los proyectos del BM y del BID para acelerar sus desembolsos, así como estimular la preparación de nuevos proyectos. Se estimaba que la condicionalidad de los créditos de estos organismos podría ser negociada con concesiones por ambas partes.

b) Acreedores latinoamericanos cuyos pagos se realizan a través del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), mediante el cual periódicamente se efectúa la compensación automática de saldos a través de los bancos centrales, y por lo tanto una vez canalizadas las operaciones no es fácil suspenderlas. Por otra parte, se procuraba mantener buenas relaciones con los países de la región.

c) Gobiernos y organismos oficiales de otros países. El criterio básico para efectuar los pagos era la existencia de desembolsos inmediatos para proyectos prioritarios o la aprobación de créditos (por ejemplo, en el caso de la República Federal de Alemania: el financiamiento de una importante obra de irrigación; en el caso de los Estados Unidos: los créditos de la Agencia Internacional para el Desarrollo (AID) y del FMI utilizados para la compra de alimentos y equipo militar, respectivamente). Entre los países que posteriormente fueron más favorecidos con los pagos estuvieron: Canadá, Estados Unidos, Japón, Países Bajos y República Federal de Alemania.

d) Proveedores que estuvieren dispuestos a continuar otorgando créditos. Ellos contaban con la garantía del seguro de crédito a la exportación en sus respectivos países.

e) El resto de los proveedores y la banca comercial. En la práctica, el pago a éstos fue de escasa significación.

La clasificación anterior rigió hasta la suspensión de los desembolsos del BM primero y del BID después. Desde entonces, la primera prioridad para el pago pasó a los gobiernos y organismos oficiales.

### 3. Corte de las líneas de crédito

El nivel de líneas de crédito comercial bancario está asociado al valor del comercio exterior de un país y, por lo tanto, sujeto en forma directa a las fluctuaciones de éste. Resulta obvio que es conveniente conservar el nivel de crédito necesario para un intercambio comercial fluido, de allí nace la insistencia de las autoridades peruanas en señalar que las líneas de crédito comercial estaban excluidas de cualquier limitación respecto a su pago oportuno. Por otra parte, para los bancos comerciales, esas líneas de crédito representan operaciones de corto plazo con un riesgo relativamente bajo y un rendimiento relativamente alto. Fue por esto que, durante el proceso de la moratoria, la disminución y luego el cierre de líneas de crédito estuvieron lideradas por los bancos que tenían una alta exposición de su crédito de mediano y largo plazo con el país, mientras otros las mantuvieron en forma parcial.

Como ya se mencionó, al solicitarse el refinanciamiento de 1983 se buscó mantener el crédito vigente para el comercio exterior. Por ello se planteó a los bancos la suscripción de los denominados "contratos de extensión", mediante los que se comprometían a no disminuir el monto de las líneas de crédito comercial otorgadas, al mismo tiempo que se expresaba la decisión gubernamental de servir irrestrictamente ese tipo de deuda. Con estas seguridades, la gran mayoría de los bancos firmó los contratos, aunque con algún desfase, lo cual les permitió ir reduciendo el nivel de crédito. De cualquier manera, la disminución observada en las líneas de crédito durante 1983 se debió en parte a una reducción de 20% en el valor del comercio exterior y en parte al retiro de líneas por el sistema bancario.

Por el mismo acuerdo, los créditos de capital de trabajo otorgados al sistema financiero comercial y a las empresas privadas comenzaron a ser servidos sólo en la parte correspondiente a los intereses, en tanto que los pagos del principal que hicieran los deudores deberían utilizarse para ser represtados por las propias instituciones bancarias. Sobre esto se originó una controversia entre el gobierno y los bancos pues éstos consideraban que los llamados créditos de capital de trabajo deberían ser entendidos como créditos comerciales ya que se destinaban sobre todo a preexportación. En el preacuerdo de 1984, sin embargo, se concertó su refinanciación como si se tratara de un crédito de mediano plazo. Luego de obtenido el preacuerdo con el Comité Asesor de Bancos, en marzo de 1984, y suspendidos los pagos por amortización a la banca en espera de la renegociación de metas con el FMI para ratificarlo, se generó una incertidumbre que desembocó en la "congelación" preventiva

de los créditos a corto plazo por parte de los bancos, como presión para obtener el pago de intereses. Incluso el mayor banco privado del país (Banco de Crédito), que se había eximido por voluntad propia del refinanciamiento en la expectativa de aumentar sus líneas de crédito, fue afectado por la medida.

Podría decirse que la moratoria unilateral, desde mediados de 1984, fue consentida por los banqueros. La cautela de éstos, en espera de las próximas elecciones, disminuyó el nivel del crédito comercial pero permitió mantener volúmenes de crédito suficientes en 1984, incluso sin una exigencia de reciprocidad (depósitos significativos de bancos peruanos en los bancos acreedores). Pero lo cierto es que el país, sumido en una fuerte recesión, no necesitaba de un volumen mayor de líneas por lo que a la reducción operada en el nivel de crédito podría calificársela de "voluntaria".

Luego del anuncio de la limitación de los pagos al exterior en julio de 1985, es decir con el inicio de la moratoria abierta y agresiva, los bancos extranjeros no se enfrentaron de manera directa. Sin embargo, la primera e inmediata reacción respecto a las líneas de comercio exterior fue ceñirse estrictamente a los límites de crédito formalmente otorgados. Es decir, ya no se siguieron permitiendo los excesos sobre el límite, que suelen hacerse a través de simples comunicaciones. Simultáneamente, en varios casos, los límites previamente acordados fueron reducidos al monto hasta entonces utilizado, y además éste iba reduciéndose gradual pero firmemente con la cancelación de las obligaciones.

El grado de reacción de los bancos fue diferenciado. Los estadounidenses, de alta exposición con el país, fueron los más sensibles a la restricción de pagos y, por tanto, los primeros en iniciar el corte de las líneas, algunos incluso en forma brusca. Los japoneses, más formalistas y funcionando siempre en bloque, fueron pasivamente disminuyendo los saldos acreedores hasta circunscribirlo a aquellas líneas vinculadas a los negocios de empresas de su misma nacionalidad. Los europeos lo hicieron de manera independiente, en función de sus propios intereses; así por ejemplo, la subsidiaria de un banco alemán orientado a los negocios con América Latina continuó operando sin ningún problema e incluso con aumento del volumen de su línea pese a la dura actitud adoptada por su matriz; otros, como la mayoría de los bancos suizos, fueron reticentes a hacerlo, pero en los casos en que continuaron operando requirieron de depósitos colaterales. Entre los bancos de países latinoamericanos, no hubo disminución de líneas pues la mayoría de esos créditos se referían a convenios gubernamentales. En todo caso eran líneas de volumen relativamente bajo y no se percibía disposición ni condiciones materiales para un aumento.

La calificación de la deuda como "valor deteriorado" tuvo escaso efecto adicional sobre los ya reducidos niveles de líneas de crédito comercial. Pero, en contrapartida, se generalizó el requerimiento de depósitos colaterales para mantener las líneas. Aunque algunos bancos comenzaron exigiendo entre 50 y 60% de los créditos, cifra que después se incrementaría, la mayoría se cubrió desde el inicio con el 100% de garantía en depósitos, con lo cual se elevaba el costo efectivo del crédito. Para ello confluyeron dos hechos: la mayor presión interna para aumentar las importaciones, y al mismo tiempo una fase

de mucha agresividad del gobierno en el enfrentamiento con el sistema financiero internacional. Esta actitud provocó una reducción de líneas de crédito mucho mayor que la experimentada por el valor del comercio exterior durante ese año. Su efecto empezó a sentirse a finales de 1985 y asumió caracteres graves a inicios de 1986, cuando la recuperación económica tomó fuerza y consiguientemente aumentó la demanda de importaciones (cuadro 4). Ello obviamente requería de un mayor nivel de crédito comercial, pero los bancos nacionales públicos y privados tuvieron dificultades para cubrir la demanda de ese tipo de créditos al agotarse sus garantías de depósitos en el exterior. Para ayudar a la solución de ese problema, se dispuso establecer un plazo mínimo para el financiamiento de las importaciones, con el objetivo principal de inducir a las empresas extranjeras a obtener financiamiento de sus matrices y así aliviar la presión sobre los bancos nacionales. Al mismo tiempo, como en el Banco Central existía un alto nivel de reservas, se comenzaron a utilizar los depósitos en el exterior para respaldar nuevas líneas de crédito que, tal como se señaló, permitieron aumentar el volumen de las importaciones.

Al comienzo, el respaldo de los depósitos del Banco Central para la obtención de líneas de crédito no constituyó problema pues el nivel de las reservas internacionales era adecuado. Para 1987, la meta era culminar con un nivel moderadamente menor (se estimó una pérdida de reservas de alrededor de 200 millones de dólares) lo que significaba atenuar el crecimiento de la demanda interna y por ende de las importaciones.<sup>24/</sup> Sin embargo, la acentuación de la política económica orientada al crecimiento del consumo luego del cambio de autoridades, determinó un rápido agotamiento del nivel de reservas líquidas.<sup>25/</sup> A su vez, ello obligó a realizar ventas de las reservas de oro con cláusula de recompra a fin de obtener recursos operativos para el comercio exterior. Posteriormente, al aliviarse la presión externa con la fuerte recesión a partir del último trimestre de 1988 y el alza de los precios de exportación, se comenzó a reconstituir reservas, lo que permitió que en 1989 se recuperara el oro hasta entonces utilizado para tal fin. Debe señalarse que al inicio del proceso de estatización de la banca, en julio de 1987, las escasas líneas privadas que subsistían en función de relaciones especiales o de propiedad, como fue el caso de los accionistas extranjeros del Banco de Crédito del Perú o del Banco de Lima, también tendieron a desaparecer. De todas maneras, siempre hubo bancos de tamaño pequeño, incluso estadounidenses, que antes y después del proceso de estatización continuaron haciendo negocios con el país aunque en montos muy exigüos. En suma, la reducción de las líneas de crédito fue un problema que pudo controlarse, aun con aumento de su costo, mientras el nivel de reservas fue alto. Cuando éste llegó a ser negativo, el problema fue muy difícil de manejar pues los bancos del exterior solicitaban el pago efectivo de los importadores peruanos antes del embarque de las mercancías. Como esta situación afectaba a empresas públicas, proveedoras de alimentos e insumos básicos, se generaron problemas temporales de abastecimiento.

#### **4. Cobro compulsivo**

Uno de los aspectos que fue adquiriendo creciente importancia durante la moratoria fue la posibilidad de cobros compulsivos o embargo de fondos públicos en el exterior. Ya en el primer semestre de 1985 se había tomado conocimiento de que varios bancos de tamaño pequeño con escasa experiencia internacional, estaban considerando ejercer acciones legales contra el Perú, pues era el primer deudor de mediana envergadura que estaba en moratoria unilateral y eso podría servir de mal precedente para otros deudores. Aparentemente por recomendaciones del Comité Asesor, estos bancos no prosiguieron en esa línea. Actuó como desactivante adicional el hecho de que fuesen los propios bancos del Comité Asesor los que en ese período ayudaron a postergar la degradación de la deuda peruana.

Simultáneamente, abogados del gobierno, en especial del Banco Central, analizaban las posibles represalias que podrían recaer sobre el país por la suspensión unilateral de pagos. La preocupación por acciones de esa naturaleza derivaba del hecho conocido de que los bancos, en especial los estadounidenses, tenían una alta exposición frente a sus deudores latinoamericanos (aproximadamente un valor similar a su capital),<sup>26/</sup> por lo que el castigo de las deudas de estos países habría representado pérdidas de tal magnitud, que habrían puesto en serio peligro la estabilidad del sistema financiero internacional. En esta línea, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James Baker, en la Reunión Anual del FMI y el BM (Seúl, Corea, octubre de 1985), advirtió a los países deudores que quienes actuaran al margen de las reglas establecidas del sistema financiero internacional quedarían excluidos para la consideración de créditos adicionales. A fines de agosto de 1985, un informe de la Dirección General de Crédito Público había alertado sobre las tres probables medidas principales como represalia a la limitación unilateral de pagos: el corte de las líneas de crédito de comercio exterior de corto plazo, la suspensión de desembolsos de créditos ya concertados y el embargo de activos financieros y exportaciones. Lo primero y lo segundo ya se venía experimentando desde 1984, y se acentuó con las decisiones adoptadas por el nuevo gobierno. La atención se centró entonces en la tercera posibilidad.

En el caso peruano, a la cesación de pagos se sumaba la actitud franca y agresiva respecto al sesgo del sistema financiero internacional como beneficiario de altas tasas de interés por créditos otorgados de modo muy condescendiente. Por ello, y tomando en consideración lo ocurrido a inicios de los años ochenta con la moratoria costarricense, se temía un embargo de activos en el exterior (Rodríguez, 1992). Desde los últimos meses de 1985, se procedió entonces a agilizar el retiro de los depósitos de todas las plazas de los Estados Unidos, manteniendo cuentas sólo para fines operativos, tanto en el caso del Banco Central como en el de los bancos comerciales de propiedad estatal. Incluso se redujo el monto de los fondos que las misiones diplomáticas manejaban en bancos de aquel país. Las recomendaciones de los abogados trataban siempre de cubrir todos los ángulos, pues los fallos de los tribunales estadounidenses en casos de embargo de fondos o de "set off" mostraban variabilidad e incluso una cierta arbitrariedad.<sup>27/</sup> Casi de inmediato, el Riggs National Bank de los Estados Unidos se negó a aceptar el retiro de un depósi-

to del Banco Central, alegando que constituía garantía de un crédito al Banco de la Nación. En primera instancia, se hizo el reclamo directo del Banco Central, basándose en el hecho de que la deuda contaba con la garantía de la República. Pero como el Riggs comunicara que no devolvería los depósitos del Banco Central y que actuaría legalmente contra la línea de crédito de capital de trabajo (firmada con el Banco de la Nación y la Corporación Financiera de Desarrollo), se pidió al Banco Central la renovación temporal del depósito para evitar un proceso legal que perjudicase la imagen peruana y que podría haber incentivado a otros acreedores para recurrir a similares procedimientos. Tiempo después, el embargo se ejecutó y el caso fue llevado por el gobierno peruano a los tribunales estadounidenses donde, hasta donde tiene conocimiento, continuaba el litigio.<sup>28/</sup> A partir de ello, desde los últimos meses de 1985 en el gobierno comenzaron a discutirse una serie de medidas adicionales de protección financiera y comercial, ante la posibilidad de una generalización de las represalias, y más aún cuando, al poco tiempo, ocurrió otro embargo en Suiza, esta vez por disposición judicial, sobre los fondos de los Bancos Continental y de los Andes (ambos de accionariado mayoritario del Estado), a petición de un proveedor europeo. En este caso se apeló a los tribunales y después de varios meses los bancos peruanos recuperaron sus activos al determinarse que, si bien el Estado poseía la mayoría del accionariado, tenían la condición de empresas privadas, y por lo tanto no eran responsables por las deudas del Estado. Por otra parte, uno de los grandes bancos estadounidenses debió en la cuenta corriente del Banco de la Nación, de manera inconsulta, el importe de una deuda correspondiente a capital de trabajo. Su argumento fue que la deuda había vencido, y que además nunca se había aceptado la decisión unilateral del gobierno peruano de extender los pagos hasta el 31 de diciembre de 1985 ni de rebajar la tasa de interés; en esta oportunidad hubo prudentes reclamos con el objeto de evitar complicaciones adicionales.<sup>29/</sup> Afortunadamente para el país, otro intento de embargo sobre el desembolso de un crédito por un monto importante fue frustrado por una razón logística.

Con éstas últimas acciones, ocurridas en el lapso de tres meses, se hicieron más explícitas las posibilidades de incautación de activos en el exterior, lo que obligó a tomar mayores precauciones en el manejo de los recursos externos de las instituciones públicas. Entonces se diseñaron, y en algunos casos llegaron a adoptarse, medidas precautelatorias respecto al patrimonio y al comercio exterior, como la protección de activos físicos y financieros de las empresas públicas y del gobierno, la apertura de empresas de comercialización en el exterior, la triangulación comercial y la recuperación de pasivos.

##### **5. Protección de las reservas**

Desde mediados de julio de 1984, al iniciarse los atrasos en el pago de intereses, se puso en práctica una serie de acciones destinadas a proteger las reservas oficiales ante la eventualidad de represalias por parte de los acreedores. Para ello se comenzó retirando en forma progresiva las cuentas operativas y de depósitos a plazo del Banco Central de Reserva en bancos comerciales pequeños u organizadores de créditos sindicados. A los demás bancos naciona-

les se les advirtió tomar precauciones en el manejo de sus cuentas operativas en el exterior.

Estas medidas se tomaron en vista de los informes legales que mostraban la carencia de una garantía plena de que los depósitos del Banco Central estuvieren protegidos en las plazas de los Estados Unidos, pues había algunas dudas sobre el respeto a la inmunidad que aparentemente tienen esos depósitos. En función de ese riesgo, los depósitos a plazo que aún se mantenían en bancos estadounidenses comenzaron a ser desplazados, a su vencimiento, hacia bancos europeos. Para ello se debió romper en algunos casos el plazo al que estaban aún depositados parte de los fondos, con un perjuicio financiero para el país en aras de la seguridad, y vencer la resistencia de ciertos bancos a perder esos recursos. Posteriormente, en el primer semestre de 1985, cuando la moratoria ya era generalizada, comenzaron a concentrarse en el Bank of International Settlements (BIS) de Suiza, donde incluso se depositaron metales. Una proporción bastante menor se depositó, también en cuentas remuneradas, en el Fondo Andino de Reservas de Bogotá (FAR), donde supuestamente estaban protegidos contra cualquier tipo de embargo. Por existir dudas respecto a la protección de las reservas, tanto por la nacionalidad de los bancos en que se efectuaban los depósitos como por la plaza en que éstos operaban, se optó por retirar los depósitos de bancos estadounidenses, independientemente de las plazas donde operaban, y de otros bancos que operaban en los Estados Unidos.<sup>30</sup> Al subsistir la incertidumbre sobre la embargabilidad de las reservas del Banco Central y de los recursos de bancos estatales o de aquéllos donde el Estado tuviese participación accionaria, a inicios de setiembre de 1985 se tomó la precaución de notificar a dichos bancos en particular, y en general a todo el sistema financiero, que sus depósitos el exterior podrían ser eventualmente sujetos de embargo. Esta actitud se revelaría como plenamente acertada cuando, en los inicios de la moratoria ecuatoriana, el Citibank embargó fondos oficiales de ese país pretextando la existencia de deudas comerciales impagas. Si ello hubiera ocurrido en el caso peruano, probablemente se hubiese desencadenado una seria crisis. Debido a esto y al espectacular aumento en el nivel de las reservas (puesto que el Banco Central adquiría divisas en el mercado libre con un premio de 25% sobre el precio del mercado oficial), se originó una mayor concentración de fondos en el BIS. Esa concentración trajo problemas adicionales. Aparentemente por presiones de algunos de sus miembros, el BIS comenzó a establecer una tasa de interés inferior a la del mercado y a continuación avisó al Banco Central que, superado cierto límite en el volumen de depósitos, no pagaría intereses. Con ello, el país estaba asumiendo un alto costo por la protección de sus reservas, puesto que además esa institución, al no operar comercialmente, rigidizaba el uso de los recursos, en circunstancias que se aceleraba el cierre de las líneas de crédito comercial, y la dinámica económica interna (luego del período inicial de ajuste) exigía una ampliación de las importaciones. Un informe legal había alertado a las autoridades, a fines de 1985, sobre la embargabilidad de los depósitos del Banco Central en el FAR, conforme a una interpretación de las leyes colombianas y a la Carta Constitutiva del FAR. Esto, aunado a la situación especial planteada por la limitación del servicio de la deuda y la agresividad

del régimen hacia el FMI y los bancos extranjeros, hizo aumentar la prevención sobre el embargo de fondos.<sup>31/</sup> La situación fue tornándose más crítica conforme se sucedían hechos que menoscababan la confiabilidad financiera del país. Primero fue la declaración de "valor deteriorado" de los créditos por parte de las autoridades estadounidenses, y luego la amenaza de ineligibilidad para acceder a los recursos del FMI que se fue postergando de febrero a abril y finalmente a agosto de 1986, cuando se hizo efectiva. Ante estos problemas, se decidió establecer cuentas cifradas en diversos bancos comerciales no estadounidenses y que no tuviesen problemas serios respecto a la deuda en plazas donde, según la interpretación jurídica de sus leyes bancarias, serían inembargables. Como los bancos de algunas de esas plazas eran subsidiarias, se les requirió el compromiso de las casas matrices, responsabilizándose solidariamente por los depósitos (exigencia usual en el Banco Central cuando no se operaba con las matrices). Adicionalmente, se les exigía una carta en la que se comprometían a no embargar esos fondos. Estas gestiones no fueron fáciles ni rápidas. Dada la peculiar situación peruana frente a los acreedores, no pocos bancos a los que se les solicitó operar de ese modo, suizos entre ellos, se negaron cortésmente a hacerlo. De ese modo, las reservas líquidas que se retiraron del BIS quedaron distribuidas, siempre con la remuneración del mercado, entre bancos comerciales no estadounidenses (ni de ciertos países europeos) en los que se consideraba no existía peligro de embargo y bancos latinoamericanos, básicamente estatales. Pero aun en estos últimos casos hubo cierta reticencia, pues también sus países de origen estaban atravesando por problemas similares a los del Perú, o al menos se habían visto afectados por la moratoria unilateral. De todas formas, no hubo problema alguno en el manejo de los fondos depositados en esas instituciones. Esos depósitos comenzarían después a utilizarse como garantía para el sostenimiento de líneas de crédito comercial. Cuando la crisis de líneas de crédito para el comercio exterior se agudizó debido a que la rápida expansión económica obligó al aumento de las importaciones, el Banco Central empezó a negociar líneas de crédito directas, respaldadas con esos depósitos, que luego distribuyó entre los bancos nacionales, públicos y privados, que tenían imposibilidad práctica de obtenerlas.

Las limitaciones al pago de la deuda y las voluminosas compras de divisas por parte del Banco Central en el mercado libre ocasionaron una gran afluencia de reservas. Parte de ellas se usaron en la compra de oro, aprovechando la baja temporal en su precio. Ese oro, sin embargo, no quedó depositado en el exterior sino que, primando un criterio de seguridad que era el fundamental en esos momentos, fue trasladado al país con las precauciones del caso. Así por ejemplo, se fletaron vuelos especiales y se tomó un seguro especial para el transporte. Si bien con ese procedimiento se obtenía un máximo de seguridad, se perdía en rentabilidad, pues las divisas utilizadas para esas compras, además de los costos del traslado físico del oro, tenían alternativa la posibilidad de ser depositadas en cuentas cifradas (cosa que ya había comenzado a hacerse desde noviembre de 1985) que rendirían la tasa de interés del mercado. Naturalmente, siempre existía la posibilidad de obtener ganancias o asumir pérdidas, dependiendo de la evolución del precio internacional del metal.

No está demás señalar que en este período abundaron ofertas de creación de entidades o fondos en países extranjeros bajo cuyo "paraguas", los recursos del Banco Central habrían podido depositarse en bancos ingleses o suizos. Primó sin embargo el criterio de que con ese sistema se dificultaría un uso eficaz de esos recursos, y que además, en caso de conflicto legal, no habría sido difícil saber el verdadero origen de los recursos, anulándose de ese modo la seguridad buscada.

La brusca caída de reservas desde el segundo semestre de 1987 hizo pasar el problema a un plano marginal. De todos modos, los magros fondos de reserva continuaron siendo protegidos mediante su dispersión y evitando los grandes centros bancarios. Las tenencias de oro fueron entonces utilizadas (en 1988) como garantía para la obtención de líneas de crédito de corto plazo. La recuperación de las reservas en 1989 permitió liberar esa garantía, pero siguió utilizándose el mecanismo de la dispersión de los depósitos para la protección de las reservas.

## 6. Relación con deudores y acreedores

### a) Relación con los deudores

Como había sido usual en refinanciamientos anteriores, el de 1983 estableció la obligación de los deudores nacionales de continuar sirviendo sus pasivos externos a su vencimiento y en forma total. En el caso de deudas con la banca internacional, los intereses se pagarían directamente al banco extranjero y la amortización se depositaría en el Banco Central a través de un intermediario financiero nacional, para constituir un fondo intangible que sería la fuente para el pago futuro. En el caso de los acreedores relacionados con el Club de París y otros gobiernos, el procedimiento sería similar, pero incluyendo los intereses en el fondo intangible.<sup>32/</sup> Este procedimiento fue extensivo a la deuda privada (con seguro de crédito a la exportación) refinanciada, que el Estado asumió en forma implícita. Una disposición similar se puso en vigencia una vez alcanzados los preacuerdos de 1984 pese a que, finalmente, éstos no se finiquitaron. Igual mecánica fue utilizada cuando se dispuso la suspensión del servicio de la deuda privada a partir de agosto de 1986.<sup>33/</sup>

Esa obligación de los deudores, compatible con una sana política fiscal y monetaria, fue cumplida hasta fines de 1985 con pocas excepciones. Desde entonces, un número creciente de empresas públicas comenzaron a retrasarse en el pago de estas obligaciones, y algún tiempo después, aproximadamente a mediados de 1987 y con la anuencia implícita de las autoridades económicas, la regla era más bien que las empresas no efectuaran esos depósitos, pues con ellos cubrían los requerimientos financieros que les demandaba el rezago administrativo de sus precios, en circunstancias que la mayoría de sus costos continuaba creciendo. Esa situación se prolongó con algunas variantes hasta el cambio de gobierno, pero ya en 1989 la crisis de las empresas públicas, siempre vinculada a la caída de sus precios reales, era de tal gravedad que el Estado debió asumir la deuda interna y externa de varias de ellas.

b) Relación con los acreedores

Como ya se señaló, la relación entre el gobierno y los acreedores se mantuvo en buen nivel durante la moratoria discreta. El anuncio de la limitación del servicio de la deuda, al inaugurarse el nuevo período de gobierno, fue tomado con relativa calma por los bancos. Esperaban que, consolidada la nueva administración, las negociaciones volvieran sobre el tapete, y se lograra así un acuerdo que, conforme a su interpretación, habría dejado traslucir el presidente en una entrevista. Por esa razón, para el Comité Asesor de Bancos resultó extraña la forma en que el gobierno solicitó la renovación de la deuda pública de mediano y largo plazo. Como el preacuerdo de febrero de 1984 con la banca vencía el 31 de julio de 1985 y el gobierno recién había asumido el 28 de ese mes, el Ministro de Economía manifestó al Comité Asesor de Bancos la "indeclinable posición de atender su pago [de la deuda externa] en condiciones compatibles con la situación social y las posibilidades de desarrollo del país", al tiempo que solicitaba un "roll-over" por el plazo de 180 días (todos los anteriores habían sido por 90 días), con la misma tasa de interés de los convenios originales (en lugar de la tasa que normalmente se negocia entre las partes). Al mismo tiempo, en forma inusual, se invitaba al Comité Asesor a sostener una reunión en Lima. Con este planteamiento se trataba de ganar tiempo, pues ya se conocía la renuencia del Comité a acceder a esta posibilidad, con el argumento de la escasa seguridad personal debido al incremento del terrorismo.

Dado el hecho de que por primera vez se emitía una comunicación del gobierno sin haber sido previamente negociada con el Comité Asesor, en agosto un representante del Citibank se entrevistó en Lima con el Ministro de Economía. Éste reafirmó la decisión de restringir los pagos y ofreció la continuación del diálogo para más adelante, cuando la administración se hubiera consolidado. Se hizo sólo un pago simbólico como un gesto tendiente a mostrar voluntad de diálogo. En el primer año del gobierno se cancelaron 17 millones de dólares por los intereses correspondientes a 1984, en circunstancias que los atrasos sumaban más de 320 millones de dólares. A partir de entonces, los pagos a la banca fueron nulos, a excepción de la deuda de corto plazo, incluyendo los intereses de la considerada como capital de trabajo, excluida de la moratoria. En este caso, se tenía claro que de producirse alguna negociación ella debería ocurrir sólo a partir del segundo año de gobierno y en términos tan excepcionales que se especulaba habría de originar prolongados tratos con la banca. En lo inmediato, no hubo contactos de importancia entre el gobierno y los bancos, que esperaban que las negociaciones para una solución pudieran ser retomadas en corto plazo. Sin embargo, esas expectativas se desvanecieron en setiembre, cuando en su discurso en las Naciones Unidas el presidente hizo referencias muy críticas al papel de los bancos y del FMI en la crisis de la deuda del Tercer Mundo. Simultáneamente, el Ministro de Economía convocó al Comité Asesor en Nueva York para pedir un tiempo adicional que permitiera el desenvolvimiento del proceso de ajuste que tenía lugar, antes de buscar una forma de arreglo; señaló claramente que el límite del 10% no era negociable, pues ante todo estaba la necesidad de crecimiento del país. También indicó que las líneas de crédito de corto plazo estaban definitiva-

mente excluidas de ese límite. Con esto último se intentaba proteger el nivel futuro de las líneas de crédito comercial de los bancos pues, según el esquema económico del gobierno, tendrían que expandirse considerablemente desde inicios del año siguiente.

En octubre de 1985, el Interagency Country Exposure Review Committee de los Estados Unidos clasificó las deudas peruanas como "valor deteriorado", con lo que los bancos tuvieron que provisionar 15% de su cartera con el país. A partir de este momento y hasta el siguiente año, se entró en una situación crítica e inédita para el gobierno, cuyas repercusiones principales han sido señaladas en páginas anteriores. La banca en general, y algunos con mayor énfasis, acentuaron la cancelación de las líneas de crédito comercial, pero ello no impidió que algunos bancos, de manera individual, hicieran diversos planteamientos para el reinicio de los pagos, los que trataban de ajustarse al esquema gubernamental.

Como la posición asumida a partir de agosto de 1985 era sumamente dura, se dejó una posibilidad abierta como elemento que mostraba la posibilidad de una probable futura negociación: los créditos de capital de trabajo, considerados de corto plazo, continuarían siendo servidos en cuanto a sus intereses, de tal forma que los bancos percibieran al menos una fracción de sus ingresos por las colocaciones al Perú.<sup>34/</sup> Sin embargo, la mayoría de los créditos comerciales provenía de los grandes bancos, por lo que buen número de los bancos pequeños y medianos que habían sindicado sus colocaciones o que habían otorgado créditos directos de largo plazo, dejaban de percibir totalmente sus ingresos por los créditos al Perú. Y esto despertaba inquietud respecto a sus probables acciones de represalia ya que, dado el reducido volumen de sus capitales, quedaban más expuestos a una crisis financiera ante la cesación de pagos. Pese a lo tenso de la situación, se mantuvo un diálogo áspero y difícil con el Comité Asesor de Bancos a través de esporádicas reuniones en las que no se arribaba a conclusiones firmes. En setiembre de 1986 tuvo lugar una largamente esperada reunión en Nueva York, en medio de rumores de la disolución del Comité Asesor. Esto último era interpretado por algunos bancos como una amenaza velada, pues equivalía a que cualquier banco podría plantear demandas judiciales al país de manera independiente. La reunión, una vez más, fue una forma de dejar correr el tiempo pues la posición peruana ya había sido reafirmada en julio, el nivel de reservas declinaba rápidamente y la relación con el FMI estaba seriamente deteriorada. La proposición peruana de reprogramar todos los vencimientos a 25-30 años, con período de gracia entre 5 y 10 años y tasa de interés muy inferior a la del mercado, no alcanzó a ser presentada pues, para evitar mayores fricciones, y a solicitud del Comité Asesor, no se formalizó. De cualquier manera, a fines de 1987 el Midland Bank y el First Interstate Bank of California llegaron a ventajosos acuerdos de pago sobre sus créditos de capital de trabajo, comprometiéndose a exportar el doble del pago convenido en una serie de productos que no tenían mayor problema de venta en el exterior. Al año siguiente, se acogieron a este sistema American Express, First National Bank of Maryland, Bank of Chicago y el Banco de Bogotá.

Posteriormente, a comienzos de 1990, 25 bancos de cuatro países demandaron judicialmente al gobierno por incumplimiento de pagos en un monto aproximado de 2.000 millones dólares. Entre ellos, el mayor acreedor fue el Bank of America, con aproximadamente 1.200 millones de dólares entre amortizaciones e intereses (LDC Debt Report 1990). Aunque el gobierno estaba en buena posición para negociar debido a que los bancos tenían en juego la prescripción de sus acreencias, prefirió concordar en un "tolling agreement", reconociendo la vigencia de las deudas. Esta decisión fue tomada por el gobierno del Presidente Fujimori dentro de su estrategia de reinserción en el ámbito financiero internacional. En el caso de los proveedores, se efectuaron pagos de muy pequeña monta a aquéllos que continuaron cumpliendo sus compromisos originales. Sin embargo, en octubre de 1988 se firmaron convenios de pago en productos con dos empresas alemanas por el plazo de 15 años. Una de ellas, Ferrostaal, debía exportar 1,5 veces el monto del pago que recibiría.

Con los organismos multilaterales, las relaciones fueron deteriorándose en forma paulatina. Los problemas con el BM surgieron en la práctica desde el inicio del Gobierno del Presidente García, pues las medidas adoptadas, sobre todo la congelación de precios y tarifas y la fijación de una tasa de interés real negativa, colisionaban con las exigencias de la condicionalidad expresada en los contratos de crédito. En 1986, luego de atrasos esporádicos que fueron afectando los desembolsos, el BM mostró formalmente su preocupación por la evolución de algunas variables económicas que repercutirían sobre los desembolsos futuros. Como los atrasos continuaran, llegando siempre al límite de los 60 días permitidos, y dado que buena parte del problema del repago se originaba en la linealidad de la amortización, se discutió internamente la posibilidad de solicitar una reprogramación, concluyéndose que tenía escasa viabilidad pues el Banco, aparte de sus recursos propios, asume obligaciones en el mercado financiero al emitir bonos.

Puesto que la afluencia de recursos con el BM había llegado a ser negativo, se suspendieron los pagos en el primer trimestre de 1987. Los desembolsos que quedaron pendientes en favor del gobierno central suman unos 480 millones de dólares, mientras que las amortizaciones e intereses atrasados llegaban a 550 millones en agosto de 1990. La relación con el Banco continuó de manera formal, no considerándose siquiera la participación del país entre los potenciales beneficiarios del Plan Baker, pues los términos que éste exigía eran incompatibles con la posición peruana. En 1988, un equipo del Banco preparó un informe sobre las medidas que deberían adoptarse para corregir los desbalances económicos, pero los responsables de la conducción económica del país adujeron su inviabilidad social y política, inclinándose por un ajuste gradualista. (Banco Mundial, 1988.) Con el cambio de gobierno, los pagos se reiniciaron en octubre de 1990.

Similar comportamiento tuvo el gobierno frente al BID. En este caso, se esperaba hasta el límite de seis meses para eliminar la morosidad y poder recibir los desembolsos atrasados. Posteriormente, ante la persistencia de la mora más allá del límite permitido, a mediados de 1988, el BID suspendió los desembolsos de manera definitiva y en el primer trimestre de 1989 decretó la

inelegibilidad del país para solicitar recursos adicionales. En setiembre de 1990 los desembolsos aún pendientes alcanzaban 86 millones de dólares, mientras que el servicio impago era superior a los 370 millones. Al igual que en caso del BM, los pagos se reiniciaron ya con el nuevo gobierno en noviembre de 1990.

Con los organismos multilaterales de la región andina la vinculación fue siempre normal debido a que éstos fueron excluidos de la restricción de pagos. El FAR tuvo el saldo de su acreencia cancelada en forma oportuna, aunque luego fue muy cauto en otorgar sus créditos, restringiéndose a aceptar las solicitudes de préstamos de corto plazo que planteó el gobierno. Estos préstamos fueron luego repagados sin contratiempos. La CAF otorgó un apoyo más firme, pues cooperó en la apertura de líneas de crédito comercial en los momentos en que éstas estuvieron en sus períodos más críticos.

Con los gobiernos y organismos oficiales, agrupados en el denominado Club de París, prácticamente no hubo negociaciones, a excepción de algunos contactos informales con representantes del Tesoro francés, que actúa como secretaría del Club. En la primera de estas reuniones se condicionó cualquier acuerdo futuro a un convenio formal o informal con el FMI, lo que desde el inicio bloqueó las posibilidades de buscar un acuerdo global. Hubo, sin embargo, tratos con ciertos países acreedores que tenían la posibilidad de servir como fuentes de financiamiento inmediato. Tal como en las situaciones anteriores, se trataba de regularizar los pagos de tal forma que los desembolsos no se suspendiesen. Estos fueron los casos, por ejemplo, de Argentina, Brasil, España, los Estados Unidos a través de la AID, Italia y la República Federal de Alemania, que incluso llegaron a aprobar nuevos créditos vinculados sobre todo a obras de infraestructura. Con la Unión Soviética y otros países de Europa Oriental se mantuvo el mecanismo del pago en productos, que sufrió inconvenientes en 1986 cuando las exportaciones se restringieron para abastecer el mercado interno. Luego de continuar con ese sistema, aunque en escala reducida por más de un año, aparecieron dificultades para el pago debido a la estrechez de la caja fiscal. Ello no fue impedimento para firmar convenios similares con Checoslovaquia, Hungría y la República Democrática de Alemania. Ya en 1989 tuvo lugar una reprogramación de pagos con la Unión Soviética, razón por la que el servicio con este país volvió a ser atendido normalmente. El plazo convenido fue de 10 años, con una tasa de interés de 3%, realizándose el repago sólo en productos, siempre y cuando se exportase el doble del monto por pagar. Las relaciones más tensas se dieron con el FMI. Como ya se mencionó, en la primera fase de la moratoria las obligaciones se sirvieron normalmente. Con la asunción del Gobierno del Presidente García, la situación cambió. El servicio se suspendió desde setiembre de 1985, realizándose el pago de dos cuotas atrasadas en ocasión de reuniones del Directorio del Fondo para tratar el caso de la mora. En ese lapso hubo una serie de reuniones oficiales y otras informales con el director-gerente para tratar de buscar una fórmula que evitara la declaración de inelegibilidad, pero ésta finalmente se decidió en agosto. Perú fue entonces el tercer país miembro en asumir tal categoría. La agresividad verbal contra este organismo fue notoria, además, no se

aceptó la presencia de un representante permanente ni se permitieron las visitas correspondientes al Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.

En 1989, al haber transcurrido un largo período sin que las autoridades peruanas consideraran el reinicio de los pagos, el directorio del FMI propuso invitar al país a que se retirase de la institución. En diciembre de ese año se llegó a un acuerdo que contemplaba el reinicio de las misiones consultivas del Artículo IV, el apoyo del FMI en la búsqueda de una solución para los atrasos con los organismos multilaterales y la reanudación del servicio sólo sobre los nuevos vencimientos a partir de esa fecha, dejando los atrasos en compás de espera según las negociaciones que se realizarían con la Administración del Presidente Fujimori. Así, los pagos se reiniciaron a partir del último trimestre de 1989. A fines de 1990 se preparaba un programa sombra cuyo cumplimiento, luego de dos años, calificaría al Perú para la movilización de un grupo de países hacia la consecución de un préstamo puente que eliminara los atrasos con el FMI y el BM.

### c) Cooperación con otros deudores

En la primera fase de la moratoria, las posibilidades de acudir a la experiencia de otros países fueron nulas debido a la rapidez del proceso y al hecho que el Perú fuera uno de sus iniciadores. En la segunda fase, el país fue el primero en hacer pública la limitación unilateral del servicio de la deuda pues en los demás casos la mora se realizó de manera discreta tal como se había hecho en el Perú en la primera fase. Por ello es que la experiencia peruana fue más bien tomada en cuenta por otros países de modo indirecto. Así, antes de la moratoria brasileña hubo algunos sondeos sobre los problemas que experimentaba el Perú. A nivel regional, vale la pena señalar la Declaración de Río de Janeiro firmada a fines de 1988 por los ministros de Finanzas del Grupo de los Ocho que, pese a proponer una acción conjunta de los deudores, no llegó a concretarse. Sobre esto cabe poner de relieve la reticencia que existe entre los propios países deudores para actuar en forma coordinada. En la práctica, cada país busca maximizar la más pequeña ventaja diferencial que tenga, incluso aprovechando la situación de los otros deudores, antes que llegar a un planteamiento común. En este sentido, los acreedores han sabido explotar esa actitud negociando de manera aislada con cada deudor, especialmente tratándose de los países mayores.<sup>35/</sup>

## III. Moratoria y transferencia de recursos

### 1. Transferencia neta de recursos

Una visión de la transferencia neta de recursos externos a través de la balanza de pagos,<sup>36/</sup> sin tomar en cuenta el rubro "errores y omisiones", nos indica que luego de saldos variables de pequeña significación ocurridos en los tres primeros años del decenio de los setenta, se registró un vigoroso ingreso neto de recursos tanto por concepto de crédito como de inversión directa (cuadro

5). La favorable transferencia neta de crédito externo entre 1973 y 1977 tuvo un carácter sostenido que desde entonces no volvería a repetirse. Posteriormente, la culminación de varios de los grandes proyectos de inversión estatal y extranjera, y el consiguiente inicio de su retorno financiero, así como la crisis de balanza de pagos originaron un vuelco de la situación, dando lugar a afluencias negativas de recursos externos entre 1978 y 1979. Incluso con la expansión de las exportaciones de 1979-80, la transferencia de recursos hacia el exterior se mantuvo debido a los saldos negativos de la transferencia por créditos e inversiones; en el primer caso hubo una doble causa: por un lado, el crédito neto de largo plazo registró niveles bajos, y por el otro, el pago de intereses creció debido al alza de las tasas de interés en los mercados internacionales. El incremento del ingreso de capitales de corto y largo plazo permitió una transferencia global positiva en 1982, pero ésta fue rápidamente revertida por la reducción del crédito de corto plazo en 1983 y en 1984. En 1985, el egreso neto de recursos, cuya mayor parte se registró en el primer semestre por el pago del servicio de la deuda y una nueva reducción del crédito de corto plazo, superó los 500 millones de dólares, es decir, más del 3% del PIB. Así, en los dos primeros años de la moratoria, al no haberse obtenido el alivio de pagos preacordado con los acreedores, la transferencia neta de recursos hacia el exterior pudo neutralizarse en 1984 y atenuarse en 1985 gracias a la suspensión del servicio, que palió los efectos del mayor pago por intereses y la reducción de la afluencia de crédito de corto y largo plazo. Este último seguiría disminuyendo en forma acelerada en los años posteriores. En 1986, la transferencia hacia el exterior se revirtió y hubo un pequeño saldo positivo originado también por la restricción de los pagos pese a la agresividad gubernamental en torno al problema de la deuda. De igual modo, en 1987 y 1988 la acumulación del servicio impago continuó siendo el apoyo de una transferencia neta de recursos hacia el país. Debe señalarse que buena parte de este ingreso de recursos, especialmente en 1988, se debió al aumento de las líneas de crédito de corto plazo respaldado por las reservas del Banco Central. Ya en 1989, la transferencia neta global tornó a ser levemente negativa debido a la reducción del financiamiento de operaciones comerciales, producto de la fuerte recesión desencadenada por las medidas de ajuste de setiembre de 1988.

Es interesante anotar que las transferencias de carácter crediticio, fuertemente negativas en 1985, pues tanto los desembolsos correspondientes a créditos de largo plazo de fuentes privadas como los de corto plazo se redujeron abruptamente, fueron transformándose en positivas y alcanzaron un nivel relativamente alto en 1988, aun cuando la renuencia del país a reiniciar los pagos de la deuda era manifiesta. Más aún, si se excluye el efecto de la reducción del crédito de corto plazo, puede observarse que en 1989 el crédito de mediano y largo plazo tuvo una transferencia ligeramente positiva pues la fuerte reducción de los desembolsos fue compensada por un menor pago del servicio.

Una comparación entre el perfil de los vencimientos originales y el diferimiento de las obligaciones, sea por refinanciación o por moratoria, nos permitirá analizar el impacto de cada una de éstas sobre la transferencia de

recursos ocurrida con respecto a la deuda pública de mediano y largo plazo (más del 75% de la deuda total) entre 1980 y 1989 (cuadro 6).

La afluencia de divisas entre 1980 y 1981 hizo que el gobierno renunciara al alivio en la deuda bilateral y prepagara los vencimientos de la banca, con lo que se produjo una transferencia neta negativa. Los fuertes desembolsos de 1982 permitieron reiniciar la transferencia de recursos hacia el país de modo significativo. En 1983, sin embargo, fue necesario recurrir al refinanciamiento para que continuase la transferencia positiva, pues la disminución de los desembolsos, aunque superiores a los intereses pagados, impidió cubrir la totalidad del servicio original. Al año siguiente, el fracaso del refinanciamiento preacordado determinó que el saldo del alivio obtenido en 1983 fuese insuficiente para mantener una transferencia positiva, la que sólo pudo lograrse gracias a la restricción unilateral de pagos.

A partir de 1985 y agotado el alivio de 1983, sólo la moratoria permitió mantener una transferencia positiva. De todas maneras, el monto total de ésta se redujo de manera constante debido a los pagos de regularización sobre las obligaciones atrasadas, para posibilitar el desembolso de créditos anteriormente contratados. Respecto a la deuda global, además de la reducción de los desembolsos, debe señalarse la fuerte presión de pagos que existió con el servicio original (antes de los refinanciamientos y de la moratoria). Como ya se mencionó, éste habría absorbido alrededor del 50% de las exportaciones de bienes y servicios entre 1980 y 1983, y un 60% entre 1984 y 1988. Sólo con los intereses de este último período, la carga habría representado un 24% de las exportaciones con el significado implícito de dos requerimientos. El primero, que habría sido necesaria la reprogramación de todos los vencimientos del principal, de por lo menos un quinquenio, con un período de gracia superior a cinco años (lo que, con el nivel de desembolsos efectivamente realizado, habría representado una transferencia cercana a cero). Esta hipótesis es muy difícil de aceptar puesto que estaría suponiendo la refinanciación de la deuda de los organismos internacionales. El segundo, que si se hubiese pretendido obtener una transferencia neta positiva de alrededor de 3% del PIB los desembolsos habrían tenido que duplicarse. Considerando los términos en que se concertaban los refinanciamientos en aquella época, la rigidez para la obtención de nuevos créditos y la condicionalidad de los créditos de organismos multilaterales, no habría sido posible cubrir esos requerimientos.

Si se discrimina esta misma deuda según el tipo de acreedor, como se aprecia en el cuadro 7, en primera instancia puede observarse la rápida caída de los desembolsos desde 1982, cuando el único alivio de la deuda estaba constituido por el refinanciamiento hecho por los países socialistas. En 1983, año del refinanciamiento global, los desembolsos cayeron en un 20%, y en los tres años siguientes se registró una caída anual acumulativa de 30%, de tal forma que al llegar a 1989 constituyeron menos de un sexto de la cifra recibida en 1982.

En esa evolución, es determinante la disminución de los desembolsos de la banca, que prácticamente se extinguieron desde 1985 e hicieron que la transferencia de este acreedor fuese negativa, aunque en muy pequeña escala,

debido a que su servicio fue también reducido a la mínima expresión, excepto el primer semestre de 1985, cuando se efectuó un fuerte pago por intereses.

Tanto los países socialistas como los organismos multilaterales, preferidos en la atención del servicio de la deuda, registran transferencias negativas o declinantes. La severa reducción de los desembolsos por parte de los países socialistas sería atribuible a la política de limitación a la compra de armas que promovió el gobierno aprista. De cualquier manera, debe notarse que salvo los años en que se refinanciaron las deudas, el resto muestra saldos negativos.

Debido a la carencia de nuevos proyectos y a la imposibilidad de concretar programas de ajuste estructural siguiendo los criterios tradicionales, los organismos multilaterales exhibieron desembolsos relativamente constantes hasta 1987. Pero el rápido crecimiento del servicio hizo que la transferencia neta fuese negativa en 1986, revirtiéndose en 1987, cuando se suspendió el servicio al BM.<sup>37/</sup> En 1988, el BID paralizó parcialmente los desembolsos, pero aun así la transferencia de los organismos multilaterales fue positiva. En 1989, la suspensión de desembolsos del BID fue definitiva, y se produjo una salida neta de recursos a través de las instituciones multilaterales.

En el caso de los proveedores, en 1985 los desembolsos cayeron a la mitad del año anterior, y desde entonces lo han seguido haciendo de manera lenta pero firme, con una declinante transferencia neta positiva. Las concertaciones de créditos fueron disminuyendo sustancialmente desde 1983. Cabe destacar el caso de los gobiernos y organismos oficiales que, tomados en conjunto, aún mantienen los desembolsos en niveles similares al de los años previos a la moratoria. Ello sucede pese a la fuerte restricción en el servicio aunque debe señalarse que junto a los organismos multilaterales fueron, hasta 1988, los acreedores a los que se pagó un mayor monto por la vía de regularizaciones de los pagos atrasados. Sin embargo, la evolución de las concertaciones de crédito sugiere que los desembolsos deben reducirse en el futuro cercano (cuadro 8).

## 2. Fuga de capitales

Este fenómeno ha sido objeto de diversas interpretaciones en el debate económico peruano, aunque reconociendo siempre su existencia y gravedad para el país. Por una parte, se tomó como sustento para suspender el pago de la deuda privada y todo tipo de remesas al exterior (julio de 1986), así como para implantar un sistema de supervisión del comercio exterior (segundo semestre de 1987), conjeturando que esos eran canales utilizados para la fuga de capitales. Por otra parte, se ha considerado como un fenómeno inevitable, producto de la inseguridad política y económica y en especial de la política cambiaria aplicada en los últimos años. A nivel internacional, el interés sobre el tema resurgió a mediados del decenio de 1980, en el contexto del problema de la deuda externa. El argumento central es que parte de la deuda contraída habría servido para aumentar los activos de los residentes de países del Tercer Mundo en países desarrollados, restando así capacidad de inversión y de crecimiento en sus lugares de origen. Con base en ello, la banca internacional planteó el retorno de esos capitales en lugar del otorgamiento de créditos. La

necesidad de promover la repatriación de capitales fue incluso tomada como uno de los aspectos importantes en el Plan Brady. El fenómeno no es nuevo ni privativo de los países del Tercer Mundo,<sup>38/</sup> pero aun así no ha logrado plasarse una definición clara ni tampoco existe concordancia para su medición. El término es de uso corriente y de gran efecto político, sin embargo, no es fácil discriminar cuando un movimiento de capitales representa una fuga. Dornbusch grafica esta dificultad señalando que "cuando es transferido capital de Tokio hacia Nueva York se dice que hubo un flujo de capitales o una inversión en títulos; cuando hay transferencia de capital de México o de Buenos Aires hacia Miami se dice que hubo fuga de capitales, aunque los dos tipos de inversión externa hayan sido inducidos por motivos de lucro" (Dornbusch, 1989). En algunos países, entre ellos en el Perú, el fenómeno puede ser más evidente cuando existen controles sobre el movimiento de capitales, lo cual no significa que la fuga pueda evitarse, sino más bien que los medios son diferentes o anormales, y que su monto es más difícil de estimar. De cualquier modo, varias son las definiciones que se han dado sobre la fuga de capitales, y abarcan desde las más amplias, que toman en cuenta toda adquisición de activos netos en el exterior sin especificar lo que representaría la fuga efectiva, hasta las que identifican a ésta de manera indirecta a través de la estimación de los activos no registrados en el exterior.<sup>39/</sup> Quizá una definición que se ajusta más a la motivación para la fuga sería la que presentan Deppler y Williamson "... la fuga de capital puede ser definida como la adquisición o retención de un derecho sobre no-residentes que es motivada por la preocupación de los propietarios del capital de que sus activos podrían estar sujetos a registrar pérdidas si continuasen siendo mantenidos internamente (como derechos sobre residentes)". (Deppler y Williamson, 1987.) Con esa perspectiva, la fuga se incentivaría por varios motivos: cuando las tenencias en moneda nacional son erosionadas fuertemente por el alza de precios, recurriéndose a la dolarización para evitar el impuesto inflacionario; cuando el ahorro financiero tiene una remuneración real negativa o menor que las tenencias de moneda extranjera y se percibe una sobrevaluación de la moneda nacional que genera expectativas de devaluación; cuando no existe credibilidad en el sostenimiento de una determinada política cambiaria, o cuando no existe clima apropiado para la inversión, ya sea por baja rentabilidad o por el alto riesgo que significan los conflictos sociales y políticos.

Esto significa que no todas las adquisiciones de activos en el exterior pueden ser consideradas como fuga, y que la tenencia interna de divisas, fuera del mercado financiero formal, constituye una fuga. En el caso peruano hay un elemento distorsionante de gran peso en relación con la tenencia interna de moneda extranjera: el ingreso por transacciones ilegales de los derivados de la coca, cuyo volumen se estima en alrededor de 1.000 millones de dólares anuales. Todo lo anterior dificulta aún más la medición, por lo que las estimaciones cuantitativas deben tomarse sólo como indicadores de órdenes de magnitud, más aún cuando tienen un amplio rango de variabilidad, según la definición que se adopte.

Se han efectuado varias estimaciones para evaluar la fuga de capitales en el Perú, recurriéndose a calcularla mediante diversos métodos,<sup>40/</sup> utilizan-

do como fuentes básicas las cifras de la balanza de pagos y del monto de la deuda externa, cuyos resultados aparecen en el cuadro 9. Como se observa, los resultados para períodos quinquenales muestran coincidencia en el signo de la fuga, aunque los valores siempre sean variables. De acuerdo con estos estimados, la fuga de capitales entre 1985 y 1989 fue mayor que la de períodos anteriores (a excepción del método de Cuddington, 1986), aunque los montos no reflejan una diferencia extraordinaria, salvo con el método de Dooley, según el cual la fuga se duplica en relación con 1975-79. La estimación para este último período muestra un monto elevado, debiendo remarcarse que en esos años no hubo moratoria pero sí se acusaron desequilibrios macroeconómicos. El relativamente moderado valor de la fuga entre 1980-84 podría ser atribuible a la política económica liberal, aunque las estimaciones anuales indican que la fuga tuvo lugar en 1982 y, de manera muy intensa, en 1984 contrarrestando el ingreso de capitales en los tres años restantes. Comparando anualmente las estimaciones de la fuga (con la reserva antes mencionada), se observa que si bien a lo largo del período se registró una fuerte salida de capitales, en 1985 y 1986, los años más críticos de la moratoria mostró niveles que alcanzaron sólo un tercio de lo registrado en 1984 y 1987 y algo menos de la fuga experimentada en 1989; además, en 1988 se habría producido un ingreso de capitales (cuadro 10). Con base en ese comportamiento y sin descartar que la moratoria haya incidido en la aceleración de la fuga de capitales, no podría decirse que ella fue la causa principal. Una revisión de las motivaciones para la fuga de capitales y de la política económica aplicada en esos años sugiere más bien una estrecha vinculación entre ambas.

Como ya se ha reseñado, variados son los motivos que conducirían a la fuga de capitales.<sup>41/</sup> En el caso peruano de los años recientes pueden identificarse elementos políticos y decisiones de política económica que, con diferente intensidad y en diversos momentos, interactuaron y amplificaron su efecto sobre las motivaciones para la fuga. Puede señalarse, para comenzar, que en 1984 desempeñaron un papel decisivo la crisis interna, expresada en la persistente inflación, y sobre todo el avasallador avance en las preferencias electorales del Partido Aprista, que para las élites económicas era izquierdizante; este último elemento habría introducido incertidumbre respecto al futuro de la propiedad de los activos físicos y financieros, incentivando la fuga de capitales.<sup>42/</sup> No puede despreciarse el inicio de la moratoria como factor adicional, pero en todo caso habría sido de considerablemente menor peso que los otros.

Los mismos factores persistieron en los siete primeros meses de 1985 hasta el cambio de gobierno. Podría conjeturarse que a partir de entonces el freno inmediato a la inflación, la fijación del tipo de cambio paralelo, mediante un premio sostenido por el Banco Central, y el resurgimiento de expectativas favorables neutralizaron la fuga de capitales, pese a la congelación de los certificados de depósito en moneda extranjera. De allí que la fuga registre el menor monto del quinquenio, a pesar de coincidir con el inicio de la etapa difícil de la moratoria y con la declaración de la deuda bancaria como "valor deteriorado". En 1986 el problema de la moratoria se agravó con la declaratoria de inelegibilidad del FMI, cuya percepción por parte de los agentes económi-

cos era la de una etapa más confrontacional que las anteriores, que podría tener consecuencias muy negativas para el país. Fue también un período en el que la tasa de interés real del ahorro financiero fue persistentemente negativa y en un grado mayor que los últimos meses de 1985; además, la declaración oficial de que el tipo de cambio se mantendría estable hasta finalizar el año generó la expectativa de que en enero de 1987 podría tener lugar una devaluación de regular magnitud, y condujo a un aumento en el tipo de cambio paralelo. Además, se prohibió la remesa de utilidades y otros servicios al exterior. Estos factores podrían haberse conjugado para determinar una fuga ligeramente mayor que la del año anterior, pese al auge del crecimiento económico, aunque una de las estimaciones indica que habría existido incluso un ingreso de capitales.

En 1987, lo más significativo de la moratoria consistió en que la suspensión de los pagos al BM fue un hecho de menor trascendencia frente a dos factores que fueron decisivos para alentar la fuga de capitales que, junto a la de 1984, fue la mayor de todo el período de la moratoria. Por un lado, los desequilibrios que habían estado incubándose desde fines del año anterior comenzaron a ser percibidos claramente por los agentes económicos como tendencias más permanentes: la inflación se aceleró a pesar del ostensible estancamiento de los precios y tarifas públicas, la pérdida de reservas pasó a convertirse en problema de dominio general con lo que el tipo de cambio paralelo creció explosivamente, las tasas de interés reales en moneda nacional se volvieron aún más negativas por una incomprensible rebaja de las tasas nominales. Todo ello se sintetizó en la convicción generalizada de que la tenencia de divisas era el activo más rentable de la economía, aun cuando no fuera remunerada. Por otro lado, la grave evolución de los acontecimientos sobre la pretendida estatización del sistema financiero fue el punto culminante para que la credibilidad en el gobierno y su política económica se viera definitivamente socavada, contribuyendo a incentivar la fuga. Aparentemente, la aguda crisis de divisas de 1988 influye para impedir el ingreso de capitales que habría existido pese a que la moratoria continuó sin modificaciones; sin embargo, debe considerarse que la estimación del movimiento de capitales está distorsionada por el efecto de la fuerte devaluación de la moneda nacional experimentada ese año. En 1989 la crisis del sector externo fue superada por el aumento de las exportaciones y la depresión de la demanda interna. Pero en el país, luego de que en el primer trimestre hubiera un amago de realineamiento de precios, reaparecieron los mismos factores que habían llevado a la crisis de 1987-88. Con ello se allanó el camino a la hiperinflación que habría sido el factor de mayor incentivo para que la fuga de capitales volviese a registrar niveles elevados.

Entre las motivaciones para la persistente fuga de capitales no puede dejar de mencionarse que a lo largo del decenio de los años ochenta hubo un creciente clima de tensión e inseguridad social derivado de la existencia de guerrillas y grupos terroristas. Tampoco puede dejarse de lado el hecho de que no existieran los mecanismos adecuados para una captación de divisas por parte del sistema financiero formal y que se perdiera la confiabilidad en el ahorro bancario en moneda extranjera debido a la congelación de esos depó-

sitos en 1985. A lo largo del período, la fuga tuvo además la influencia del diferencial cambiario, de los altos aranceles y de los subsidios a la exportación que incidieron en la sub o sobrefacturación del comercio exterior. Así, de la revisión de las medidas de política económica susceptibles de haber influido en la fuga de capitales puede deducirse que existió una incidencia mucho mayor de las medidas económicas administradas que de las acciones directamente vinculadas a la moratoria.

#### IV. Conclusiones

La situación general en los países en desarrollo que han tenido atrasos en el servicio de la deuda externa no fue originada por un problema transitorio de liquidez. Se trató más bien de un problema de insolvencia, es decir, de incapacidad para generar los recursos financieros que podían cubrir ese servicio a largo plazo, situación que no fue prevista por los acreedores en la fase de aprobación de los créditos. En América Latina ello se grafica en el hecho de que el crecimiento haya sido sumamente débil en el último decenio, determinando que el PIB por habitante cayera 9,6% entre 1981 y 1990, indicador que para el Perú muestra una fuerte reducción de 30%.

En este contexto, los países trataron de captar recursos internos o del exterior bajo la forma de inversión directa y básicamente crédito, de tal manera de mantener su proceso de acumulación de capital, al mismo tiempo que servir su deuda externa. Después de la crisis de la deuda en 1982, eso fue imposible para un número creciente de países, pues los problemas con frecuencia se vieron agravados por restricciones fiscales. La opción asumida fue entonces la de preferir el crecimiento mientras se continuaba buscando una solución que se conciliara con el pago de la deuda externa.

En el caso peruano, se escogió la restricción unilateral de pagos, acción que apareció como ineludible dadas las condiciones económicas y políticas del país. Se inició en forma discreta por un gobierno de tendencia básicamente conservadora y lo continuó en un estilo diferente — agresivo y mucho más duro en cuanto a la limitación de los pagos — otro gobierno de tendencia centrista con fuertes rasgos de populismo. Es decir, independientemente del signo político, la moratoria fue concebida como el único recurso capaz de dar un alivio externo y fiscal para mantener un mínimo de crecimiento.

El servicio original de la deuda entre 1984 y 1985 habría significado el 70% de las exportaciones de bienes y servicios, al tiempo que el pago de los intereses públicos respondía por más de tres cuartas partes del déficit público. Aun obteniendo para esos años el refinanciamiento del total del principal, los intereses devengados habrían representado un 30% de esas exportaciones. Sólo con cumplir íntegramente este pago, las reservas se habrían agotado en el tercer trimestre de 1985. O, en su defecto, habría sido necesario obtener nuevos créditos por 900 millones de dólares sólo para el pago de intereses (salvo que se hubiesen refinanciado intereses, lo que era inusual en la época).

La moratoria constituía también un elemento clave en la estrategia económica de la administración 1985-90, pues la recuperación inicial de la demanda interna y el posterior programa de inversiones (en la concepción original del esquema), habría debido basarse en la utilización intensa de divisas. De allí que para evitar la transferencia de recursos al exterior tuviera que suspenderse el servicio de la deuda y que, para obtener mayores recursos externos, se estimulara la compra de divisas por el Banco Central en los primeros meses de gobierno, aun a costa de la correspondiente emisión monetaria. Por otra parte, en aquella época los acreedores persistían en adoptar soluciones convencionales al problema de la deuda. Solamente después de 1986 tuvo lugar la apertura a la búsqueda de soluciones más audaces pero a la vez más realistas.

Desde el punto de vista económico y político, la moratoria recibió el respaldo de casi todos los grupos políticos y económicos. En la primera fase, entre 1984 y mediados de 1985, los cuestionamientos al atraso en los pagos fueron muy tenues pues la efervescencia electoral dejaba en un segundo plano el tratamiento del tema. Cuando en la segunda fase, desde mediados de 1985, la moratoria pasó a ser abierta y desafiante, el apoyo inicial fue prácticamente unánime, coincidiendo con el amplio respaldo popular al gobierno. Sólo a partir de mediados de 1987, cuando los problemas de la política económica adquirieron características graves y el gobierno vio decrecer rápidamente su popularidad por el intento de estatización de la banca, surgieron críticas a la moratoria. La mayor parte de ellas, sin embargo, se dirigió a la forma en que ésta había sido conducida, es decir, al hecho de que se hubiera demostrado mucha agresividad y que no se hubiese mantenido una continuidad en el diálogo con los acreedores. De hecho, en la campaña electoral de 1990 todos los partidos políticos manifestaron la necesidad de reinsertar al país en la comunidad financiera internacional. Algunas veces se ha recurrido al argumento de que la seria crisis de la economía peruana desencadenada en 1988 fue causada por la posición del país frente al pago de la deuda. Si se analiza desprejuiciadamente la presunta vinculación entre la crisis y la moratoria, se desprende la relativa independencia de ambos fenómenos. La crisis fue esencialmente producto de una inadecuada gestión económica, al no corregirse a tiempo los desequilibrios macroeconómicos.

En efecto, la expansión de la demanda interna entre 1986 y 1987 fue de tal naturaleza (17% y 12% respectivamente) que rebasó de manera amplia el crecimiento del producto (9,5% y 7,8%). La violenta presión sobre las importaciones en esos dos años coincidió con una caída de las exportaciones, llevando al agotamiento de las reservas en el segundo semestre de 1987. Si la situación ya era preocupante en 1987, la ausencia de medidas correctivas la hizo adquirir caracteres graves a inicios de 1988. Pero la insistencia en mantener la aplicación del modelo de expansión del consumo (aumentando el ingreso real sobre las posibilidades de incremento real de la oferta, manteniendo altos niveles de déficit público y sobrevaluando excesivamente la moneda, cuando la capacidad de producción y la disponibilidad de recursos externos estaban en su límite), con correcciones parciales y desbalanceadas, provocaron una brusca recesión y una tendencia hiperinflacionaria a partir del segundo semestre

de 1988, que se acentuó en 1989. Vale la pena señalar que, a diferencia de lo ocurrido en la misma época en otros procesos similares de ajuste (casos de Brasil y Argentina), e independientemente de que el objetivo fuese logrado, fue notable la ausencia de una intención clara de equilibrar las cuentas fiscales. La moratoria se inició por la incapacidad del sector público para cubrir el servicio de la deuda, pero el fracaso de la política económica ulterior está en buena parte asociado a la persistencia de ese desequilibrio fiscal, pese a la menor presión del servicio de la deuda. La reducción del ingreso fiscal en 1986 como incentivo para la reactivación, debió ser temporal pero no se corrigió posteriormente. A lo largo del período de desbalance financiero del sector público, éste fue reduciendo su participación en el gasto total no por decisión de política sino porque debió acompañar la drástica caída de la presión tributaria.

Junto a ello, el mantenimiento de tasas de interés negativas condujo a la redolarización que comenzó a experimentarse desde fines de 1986, presionando el tipo de cambio libre hacia un aumento, con los consiguientes efectos inflacionarios, y, más tarde, a una creciente desintermediación en el sistema financiero formal. Es en esa política incoherente que debe inscribirse la crisis económica que, incubada en 1987 y desarrollada en 1988, desembocó en hiperinflación hacia 1989-90.

La moratoria introdujo el riesgo de represalias por parte de los acreedores, riesgo que era mayor debido a la especial situación interna. Sin ser un país grande, tenía relativa importancia entre los deudores de América Latina, y por consiguiente la cesación de sus pagos sentaría un importante precedente para los demás países que atravesaban similares problemas para cubrir el servicio de su deuda externa. Además, la actitud del gobierno a partir de mediados de 1985 fue beligerante, diferenciándose en esto de Bolivia, Costa Rica y, más tarde, de Ecuador y Argentina cuyas moratorias fueron discretas. La postura radical y agresiva no fue un arma eficaz en el desarrollo de la moratoria. Podría haber sido tan radical como lo fue en cuanto a la suspensión de pagos, pero de haberse mantenido el diálogo mesurado la posición del país habría sido más firme para arribar a una solución negociada y el reinicio de la afluencia de capitales, en el futuro, quizá habría tenido menos dificultades. Hubo momentos en que con el FMI y con el BM se pudo llegar a concordancias para lograr un cierto desahogo, pero esas posibilidades fueron desaprovechadas en aras del radicalismo. Ello, porque llegó a concebirse la restricción de pagos como una finalidad, cuando en realidad debió tratarse como un medio para reducir el monto de la deuda y por lo tanto de su servicio a niveles compatibles con el crecimiento del país.

Luego del cambio de gobierno, a mediados de 1990 parecía observarse un radical giro, pues aparentemente se trataba de priorizar la reinserción en el sistema financiero con un alto costo, aunque éste no era perceptible en los primeros meses de la nueva administración debido a la acumulación de reservas y a la ausencia inicial de problemas fiscales. En todo caso, se reiniciaron los pagos a organismos internacionales sin haberse consolidado la mejora de la recaudación tributaria ni haberse eliminado los peligros de nuevas presiones inflacionarias. Mientras tanto, se ponía en marcha un programa sombra

con el FMI, en espera de recursos de un Grupo de Apoyo cuyos desembolsos tenían un alto grado de incertidumbre en el corto plazo. El mayor beneficio de la moratoria fue revertir la transferencia de recursos hacia el exterior. Sin ella, la transferencia de recursos habría continuado siendo negativa, aun en el caso de haberse concretado los acuerdos de refinanciamiento de 1984, pues los recursos externos nuevos eran imposibles de obtener. Sin embargo, la mayor disponibilidad de recursos para el uso interno fue esencialmente utilizada en gastos de consumo, con un tipo de cambio sobrevaluado que determinó una crisis de reservas con efectos colaterales sobre el financiamiento de corto plazo. Otro beneficio fue la obtención de un alivio inicial del gasto fiscal al disminuir la presión para el pago de intereses; pero este desahogo financiero se canalizó al otorgamiento de subsidios que resultaron excesivos y prolongados y a cubrir los efectos de la congelación de los precios y tarifas públicas. Como se observa en estos casos, los efectos favorables de la moratoria fueron neutralizados por decisiones de política económica.

Entre los costos de la moratoria se cuentan los perjuicios derivados de la reducción del nivel de las líneas de crédito comercial bancario. Debe tenerse presente, sin embargo, que desde 1983 ese nivel había ido bajando paulatinamente pero se aceleró en cada fase de la moratoria. Con ello hubo un aumento del costo del crédito que se reflejaba en el mayor precio interno de los productos importados. Por otro lado, la necesidad de dar garantía a los créditos introdujo rigideces en el comercio exterior y creó dificultades en cuanto a la oportunidad del abastecimiento. Además, al disponerse la protección de las reservas transformando parte de ellas en oro físico depositado en el país, se perdió la rentabilidad que pudo generarse si se hubieran mantenido como depósitos; la escasa variación en el precio del oro desde entonces no compensó ese menor ingreso financiero.

Puede argumentarse también que la moratoria impidió la afluencia de crédito de largo plazo, y por lo tanto afectó el nivel de inversión, especialmente pública. En efecto, se suspendieron los desembolsos del BM y del BID, pero ello fue precisamente debido a que el servicio comenzó a ser superior a los desembolsos, de modo que la transferencia neta habría sido negativa; a ello cabe agregar el problema de la condicionalidad. En cuanto a la especulación de que la moratoria habría sido un impedimento para la obtención de nuevos préstamos de otras fuentes, ello carece de base cuando, al observar la transferencia neta de recursos en otros países, se deduce que habría sido muy difícil (cuando no imposible) obtener recursos frescos en un período en que los mercados de capitales se mostraron reacios a otorgar financiamiento voluntario a América Latina, ya que los atrasos en el servicio de la deuda se fueron generalizando de manera paulatina. En 1990 sólo México y Chile registraron montos significativos de ingreso de capitales voluntarios, a lo que debe agregarse que el ajuste, en estos casos, fue facilitado por las características especiales de sus regímenes políticos. (CEPAL, 1990b) Una de las interrogantes frecuentes es el efecto que la moratoria habría tenido sobre la fuga de capitales. Podría señalarse que la fuga no es un fenómeno reciente y que las causas de ella son múltiples y muy vinculadas al tipo de política económica aplicada. La moratoria comenzó en 1984, pero ese año y en el primer semestre de 1985 la fuga po-

dría atribuirse a la incertidumbre respecto a la política económica que aplicaría el nuevo gobierno. En el segundo semestre de 1985 la fuga se habría detenido por el éxito instantáneo de la política antiinflacionaria. Sin embargo, la salida habría sido considerable desde finales de 1986, acelerándose en 1987 conforme la tasa de retorno en moneda nacional proveniente de la tenencia de dólares fue siendo mayor que la de los depósitos y subsistían otras distorsiones, producto de la política económica. Entre éstas pueden mencionarse la continua sobrevaluación del tipo de cambio, el diferencial cambiario entre importaciones y exportaciones, el mantenimiento de altos niveles negativos de la tasa de interés real y las desfavorables expectativas generadas por la alta inflación, que fueron poderosos motivos para la salida de capitales. Así pues, no es evidente que la moratoria en sí misma haya acelerado este proceso. Se debe destacar la ausencia de cooperación mutua entre los deudores. Cada país ha tratado de resolver sus problemas de forma individual con escasa consideración de la experiencia de los demás, e incluso se ha llegado a tratar de obtener ventajas de la situación de los otros. Un intercambio de experiencias habría sido muy provechoso en todo sentido, y quizá no se habría producido, por ejemplo, el embargo de fondos de otro país latinoamericano.

Por último, es destacable el hecho de que la desatención de los equilibrios macroeconómicos, y en especial del nivel de reservas, restaron credibilidad y fortaleza a la política económica que acompañó a la moratoria peruana, al tiempo que restringieron seriamente la capacidad de negociación futura del país.

### Notas

- 1/ Para un análisis de los incumplimientos en los pagos de la deuda peruana en la época republicana, véase Stallings [1985].
- 2/ Un excelente tratamiento analítico de la forma como se comportó la banca transnacional en su relación con el Perú se encuentra en Devlin [1985].
- 3/ Según Webb [1986] “[...] sólo la tercera parte de los desembolsos al sector público entre 1970 y 1985 fueron invertidos [...] menos del 10% de los préstamos fueron invertidos directamente en actividades industriales o de exportación”.
- 4/ Sobre el particular, no puede dejar de señalarse que el problema central subyacente en la fragilidad de las cuentas externas radica en la vulnerabilidad del sector exportador primario frente a los cambios en la demanda externa, la debilidad del sector exportador manufacturero, la imperiosa necesidad de importar alimentos y la alta dependencia de importaciones para la producción nacional.
- 5/ Entre 1981 y 1982, los desembolsos conjuntos de la banca y los proveedores superaron los 2.650 millones de dólares. Ello modificó la estructura de la deuda pública. Al iniciarse la década de los años ochenta, más de 40% se adeudaba a fuentes privadas, algo más de 45% a fuentes oficiales bilaterales, incluyendo a los países socialistas, y un 10% a fuentes multilaterales. A mediados de ese mismo decenio, un 60% de la deuda se concentraba en fuentes privadas, las fuentes bilaterales se habían reducido a 26%, mientras que las multilaterales alcanzaban el 14%.

- 6/ Los términos de los acuerdos alcanzados se encuentran resumidos en Kisic [1987] y Banco Central de Reserva del Perú [1985]. Un análisis de todos los acuerdos firmados entre el Perú y el Club de París puede verse en Kisic et al. [1985].
- 7/ Los términos del preacuerdo alcanzado con la banca se encuentran en Banco Central de Reserva del Perú [1985].
- 8/ Los empresarios privados tenían dos poderosas razones para adelantar sus precios. La primera, relacionada con la evolución anterior de la inflación, que los hacía tener expectativas inflacionarias altas, del orden del 10% al 12% mensual. La segunda, relacionada con la proximidad del gobierno aprista, tenía dos vertientes: una, la incertidumbre sobre la capacidad de los cuadros económicos del APRA para controlar la inflación, y la otra, más importante aún, el control y estatismo aprista derivados de su ideología y de la corta experiencia de cogobierno en el Frente Democrático, entre 1945 y 1948. Lo último influyó además en una aceleración de la fuga de capitales desde mediados de 1984.
- 9/ Inicialmente, estuvieron incluidos todo tipo de productos pero las grandes fluctuaciones estacionales de los bienes agrícolas determinó que fueran excluidos. Para los demás bienes hubo, en la práctica, una congelación de precios durante los primeros seis meses, al cabo de los cuales comenzó a funcionar un Comité de Administración de Precios que, sin embargo, tuvo grandes dificultades para cumplir su cometido.
- 10/ Para un detalle de las medidas aplicadas entre julio de 1985 y diciembre de 1986 véase, entre otros: Alva Castro [1987a] y [1987b].
- 11/ Desde los primeros momentos, las discrepancias se centraron en el nivel de la fijación del tipo de cambio y las consideraciones respecto al déficit público y la política monetaria. La posición que asignaba una atención muy particular a éstos dos últimos tópicos se vincula a lo expuesto en Carbonetto et al. [1987].
- 12/ Desde 1986 se había intentado morigerar los efectos de la congelación del tipo de cambio determinando que un segmento de las importaciones se liquidara con el valor del tipo de cambio financiero (libre); con esa absorción monetaria, el Banco Central trató de elevar los retornos de las exportaciones privilegiando las manufactureras. Como el declinante tipo de cambio real precipitara una excesiva demanda de importaciones, éstas se racionaron en febrero de 1987, de acuerdo con un Presupuesto de Divisas.
- 13/ Hubo una prolongada discusión política que se definió por la aplicación de reajustes menores a los necesarios, pese a que el propio Ministro de Economía señalaba semanas antes de su renuncia: "A partir de 1987 éstos [los precios internos de los combustibles] debían elevarse de manera efectiva" y que además "...debía aumentarse los precios y tarifas de las empresas públicas en función de la evolución de sus costos.". Véase Alva Castro [1987b].
- 14/ Como apuntan Dornbusch y Edwards [1989], esa crisis política significó "... el final de la política de recuperación y el punto de inflexión hacia la crisis de inflación y divisas [...] tras el cual ya no podía defenderse la continuación de las políticas expansivas". Según la misma fuente, "... programas populistas como los practicados en el Perú fracasan cuando la economía se queda sin divisas y cuando tienen que desmantelarse los controles que apoyan la expansión y la redistribución inicial."
- 15/ Para Schydłowsky [1990], "... en la medida en que estaban dispuestas a distraer su atención en la tarea de completar el proceso de la toma de los bancos, las autoridades económicas parecían ignorar totalmente las fuerzas desestabilizadoras que ellas mismas habían desencadenado, proclamando reiteradamente que todo andaría bien tan pronto como la gente se sobrepusiera a los sentimientos desatados por la indispensable estatización de la banca. En 1988 ya no se podía continuar negando los problemas, pero las políticas económicas que se adoptaron no fueron lo suficientemente convincentes para persuadir al país de que la economía estaba en manos competentes".
- 16/ Tal como señala Richard Webb, comentando un exposición de Pedro Pablo Kuczynski, los indicadores muestran que existieron los elementos de un ajuste, aunque persistieron el déficit fiscal, aun con la restricción al pago de la deuda, y la sobrevaluación cambiaria, pe-

- se a lo cual la inflación permaneció en niveles altos. A partir de ello, cuestiona la prioridad de la normalización de la relación con los acreedores en la primera etapa de un programa de estabilización hasta que no se haya detenido la inflación. Véase Williamson [1990].
- 17/ Para un mayor detalle sobre la evolución económica entre 1984 y 1990, véanse los volúmenes anuales posteriores de CEPAL [1985] y [1990b].
  - 18/ Conforme a la política seguida en aquella época, los acuerdos con el FMI estaban estrechamente vinculados al pago del servicio de la deuda bancaria. Véase CEPAL [1990a].
  - 19/ No pueden descartarse motivaciones políticas para este proceder, pues al gobierno saliente no le convenía dejar una situación conflictiva con la banca ni tampoco una mala clasificación del país como deudor.
  - 20/ La escasez de proyectos bancables fue en esos momentos el principal escollo para tentar posibilidades de nuevos créditos. El Instituto Nacional de Planificación, organismo coordinador de esa tarea, tenía en esos momentos, además de sus funciones ordinarias, una preocupación por la política de corto plazo, e iniciaba una intensa actividad en torno a la regionalización y a la movilización política entre el campesinado.
  - 21/ En realidad, estos proyectos tenían un escaso componente importado, por lo que una parte significativa de su financiamiento constituiría un apoyo a la balanza de pagos. A mediados de 1988, se hallaban aún en trámite en el BID cuando ocurrió la cesación de pagos a ese organismo.
  - 22/ En 1988, en la época de más aguda crisis de reservas, el FAR otorgó al país un crédito de corto plazo sin que hubiera problemas para el repago.
  - 23/ De hecho, en los primeros meses de 1986 debió suspenderse, dentro del convenio de pagos con la Unión Soviética, la exportación de pollos, por deficiencias en el abastecimiento nacional y por su alto contenido importado.
  - 24/ Las compras externas habían crecido sostenidamente a un alto ritmo durante 1986, producto de la reactivación, pero también hubo acumulación especulativa de inventarios, ante la distorsión en el tipo de cambio. En los primeros meses de 1987 se consiguió reducir el valor de las importaciones, especialmente de insumos, mediante su control vía el otorgamiento de licencias previas.
  - 25/ En el segundo semestre de 1987, además de eliminarse restricciones cuantitativas, se aceleró la sobrevaluación de la moneda nacional, por lo que las importaciones volvieron a crecer incluso con más fuerza. Sólo en esos seis meses se perdieron más de 600 millones de dólares en reservas. La importación persistió en altos niveles y las reservas continuaron cayendo hasta el colapso de setiembre de 1988.
  - 26/ Al iniciarse la crisis, en 1982, esa exposición había alcanzado 125% del capital, pero comenzó a reducirse con el corte del crédito. Como el saldo de los créditos a países latinoamericanos ha ido disminuyendo y simultáneamente los bancos han aumentado su capital, en 1989 la exposición con esos países había caído a menos de 40%. Véase CEPAL [1990a].
  - 27/ Biggs [1992] analiza en la segunda parte de esta publicación casos tratados en las cortes de los Estados Unidos.
  - 28/ La defensa de la posición peruana en este caso estuvo a cargo de la firma White and Case, que por otra parte prestaba asesoría legal al gobierno en los procesos de refinanciamiento. En otros casos vinculados a litigios financieros de entidades gubernamentales actuó también la firma Cole, Corette y Asociados.
  - 29/ Posteriormente, ya en 1988, el mismo banco repetiría la acción de cobranza compulsiva, esta vez con un banco privado, por similares razones.
  - 30/ Moffitt [1984], al referirse al euromercado como "un tipo de mercado del dólar en el exilio, donde los adversarios de los Estados Unidos podían transaccionar en dólares sin peligro de una intervención política", añade: "la ilusión de que la actividad eurobancaria era inmune a la política acabó cuando, el 14 de noviembre de 1979, Jimmy Carter congeló los

- activos del Gobierno de Irán no sólo en los organismos nacionales sino también en los del exterior de bancos americanos”.
- 31/ Considerando que el FAR es una institución de apoyo mutuo dentro de la subregión andina, a mediados de 1986 se propuso y acordó la creación de un instrumento de crédito denominado Pagaré de Tesorería, el que brindaba seguridad frente a eventuales acciones de embargo, pues con aquél el FAR está obligado ante quienes adquieren de los pagarés.
- 32/ Posteriormente, a partir de 1986, esos depósitos fueron efectuados en el Banco de la Nación.
- 33/ En los dos últimos casos no se ha perfeccionado legalmente la absorción de esas deudas por parte del Estado.
- 34/ Esta situación persistió, aun cuando el nivel de las reservas se deteriora gravemente y se percibe que la medida tiene escasa utilidad práctica. Algunas de estas deudas han ido siendo pagadas en virtud de acuerdos aislados con bancos que, desde 1987, se avinieron a efectuar exportaciones adicionales y otorgar líneas de corto plazo. Entre ellos, un banco estadounidense obtuvo el pago del 100% de sus acreencias. Por otra parte, también en casos aislados, a algunos bancos nacionales se les hicieron cargos en sus cuentas, como compensación por sus adeudos.
- 35/ En O'Donnell [1985] se hace un amplio tratamiento de este asunto.
- 36/ Se ha considerado la transferencia de recursos como el ingreso neto de capitales (vía crédito e inversión directa) deducida su remuneración, a la que se han agregado las transferencias unilaterales que corresponden básicamente a las de carácter oficial pues, en la práctica, éstos son recursos sobre los que el país tiene disponibilidad absoluta. La adición del rubro Errores y Omisiones afecta de modo significativo la transferencia en algunos años. Véase en Naciones Unidas [1986] una nota sobre la definición y medida de la transferencia de recursos.
- 37/ Para el Banco Mundial, el fenómeno de atrasos en el repago de sus créditos se repite en varios países de la región, pues en la mayoría de ellos las transferencias comenzaron a ser negativas en 1987 con tendencia a acentuarse fuertemente, al punto en que el Banco optó por constituir reservas especiales desde mediados de 1988.
- 38/ Kindleberger [1987] trata sobre casos escogidos de fuga de capitales en América Latina, Francia, Italia y la República Federal de Alemania, a través de distintas épocas.
- 39/ En Lessard y Williamson [1987] se encuentra un amplio tratamiento sobre las definiciones, la medida, los determinantes, los mecanismos y las consecuencias de la fuga de capitales. Dornbusch [1989] hace un énfasis adicional sobre las motivaciones y los costos de la fuga, a la vez que desarrolla los casos de la Argentina y México. Véase también Deppler y Williamson [1987] y Pastor [1990].
- 40/ Las estimaciones se han basado en los siguientes métodos: a) Banco Mundial [1985]: definido como la adquisición de todos los activos externos (incluyéndose el rubro Errores y Omisiones de la balanza de pagos), excepto las reservas; su cálculo es residual: la diferencia entre el ingreso bruto de capitales (variación de la deuda pública externa más la inversión extranjera directa neta) y su utilización para cubrir el déficit en cuenta corriente y el aumento de reservas; b) Morgan Guaranty [1985]: considera que los activos externos del sistema bancario nacional no pueden ser considerados como fuga pues hay otras razones para mantener esos depósitos en el exterior; así, para su cálculo debe sustraerse la variación de los activos externos del sistema bancario de la salida de capitales, según el método del Banco Mundial; c) en una variación de los métodos anteriores, pero que no se ha considerado en el presente análisis, Cline [1986] considera que los ingresos por viajes de turismo, transacciones fronterizas y reinversiones de renta de nacionales en el exterior no deben ser considerados como parte de la fuga de capitales pues están fuera del control de las autoridades monetarias; para su cálculo deberá entonces sustraerse esos ítemes del déficit de la cuenta corriente; d) Cuddington [1986], define como fuga de capitales sólo la adquisición de activos externos de corto plazo por el sector privado no bancario, por considerar que es el tipo de capital que responde más rápidamente a los cambios en las ex-

pectativas y en el riesgo; para su cálculo, en el caso del Perú se adiciona el rubro Otros Activos del capital privado no bancario de corto plazo al rubro de Errores y Omisiones de la balanza de pagos; e) Dooley [1986], abandonando los enfoques anteriores, define la fuga como la parte de los activos en el exterior cuya renta no es registrada como ingreso en la balanza de pagos; se calcula por la diferencia entre el total de activos en el exterior y el capital registrado en el exterior que no sea de inversión directa. Para los cálculos se ha efectuado una estimación del monto de la deuda externa total para los años 1983-89, introduciendo un factor de corrección por la variación en el valor de las monedas respecto al dólar. Es conveniente señalar que la forma de valuar el monto de la deuda y de registrar las operaciones en la balanza de pagos introducen distorsiones en la apreciación de la fuga. Para la estimación del método de Dooley se tomaron los activos externos registrados por el Banco Central, en lugar de estimarlos a través de la captación de su renta.

41/ Deppler y Williamson [1987], Lessard y Williamson [1987], Dornbusch [1989] y Pastor [1990] indican una serie de razones de carácter político, social y económico.

42/ Dornbusch [1989] señala: "En América Latina, el grueso de la fuga de capitales está asociado al advenimiento de gobiernos populistas o al cambio de gobierno en dirección al populismo. México de López Portillo, el Perú, con García, los peronistas en la Argentina y Chile de Allende son ejemplos".

Cuadro 1  
**PERU: DEUDA EXTERNA 1970-89**  
(millones de dólares a fines de período)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 <sup>a/</sup>	1989 <sup>a/</sup>
<b>Deuda externa total<sup>b/</sup></b>	3,681	3,692	3,832	4,133	5,238	6,257	7,384	8,587	9,325	9,334	9,595	9,606	11,485	12,445	13,358	13,721	14,477	15,373	16,493	16,869
Mediano-largo plazo	2,190	2,242	2,370	2,710	3,442	4,352	5,250	6,263	7,228	7,941	8,126	8,090	9,197	10,825	11,976	12,629	13,200	14,017	14,744	15,372
Sector público <sup>c/</sup>	945	997	1,121	1,491	2,182	3,068	3,554	4,311	5,135	5,794	6,043	6,127	6,825	8,256	9,648	10,482	11,068	11,747	12,465	13,102
Banco Central de Reserva	41	34	67	17	...	385	828	751	869	710	455	707	1,089	862	825	768	870	827	792	792
Sector privado	1,204	1,211	1,182	1,202	1,260	1,286	1,311	1,326	1,340	1,308	1,373	1,508	1,665	1,580	1,466	1,342	1,344	1,400	1,452	1,478
Corto plazo	1,491	1,450	1,482	1,423	1,796	1,905	2,134	2,304	2,099	1,383	1,469	1,516	2,268	1,520	1,362	1,092	1,277	1,356	1,749	1,497
Empresas públicas y privadas	1,460	1,360	1,404	1,279	1,522	1,553	1,399	1,372	1,232	858	902	820	1,842	1,134	978	760	789	637	781	821
Sistema bancario	31	70	58	144	274	352	735	932	967	435	567	596	426	386	384	332	468	519	968	878
Banco Central de Reserva	1	4	12	18	...	21	101	275	310	6	25	24	39	23	68	63	149	217	650	330
Banco de la Nación	6	38	34	115	264	287	505	489	452	375	450	457	176	265	212	143	157	169	182	208
Otros bancos	24	28	12	11	10	64	129	168	105	54	82	115	209	108	106	126	163	133	136	138
<b>DEUDA EXTERNA PÚBLICA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO POR FUENTE ACREEDORA</b>																				
Total	945	997	1,121	1,491	2,182	3,068	3,554	4,311	5,135	5,794	6,043	6,127	6,825	8,256	9,648	10,482	11,068	11,747	12,465	12,865
Agencias oficiales y gobiernos	223	...	...	...	...	821	...	...	...	1,949	1,348	1,185	1,321	1,508	1,783	1,942	2,070	2,281	2,491	2,491
Organismos internacionales	171	...	...	...	...	259	...	...	...	610	784	949	1,106	1,305	1,428	1,530	1,725	1,908	2,070	2,070
Países socialistas	...	...	...	...	...	263	...	...	...	885	930	925	1,076	1,076	1,026	887	1,022	1,040	859	859
Proveedores	394	...	...	...	...	403	...	...	...	1,063	1,543	1,770	2,347	2,793	3,107	3,347	3,544	3,759	3,910	3,910
Banca interfuncional	157	...	...	...	...	1,320	...	...	...	1,536	1,524	1,968	2,408	2,872	3,110	3,262	3,386	3,477	3,535	3,535

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

a/ Cifras preliminares.

b/ Hasta 1982, incluye ajuste por variación en los tipos de cambio de las monedas extranjeras.

c/ Gobierno central y empresas públicas.

d/ Créditos comerciales y financieros con o sin aval del sistema bancario.

(...) = no disponibles.

Quadro 2  
**INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA (I)**  
*(Índices; 1985 = 100)*

Período (trimestre)	PRODUCCION (PIB)				Capacidad Industrial utilizada (%)	INGRESOS		
	Global	Agrícola	Industrial	Industrial		Salario mínimo	Obreros	Empleados
1984	I	87	72	85	...	119	120	114
	II	90	134	92	...	108	115	105
	III	92	124	94	...	115	117	110
	IV	91	75	97	...	116	113	105
1985	I	95	74	102	...	104	103	103
	II	107	143	97	...	91	95	95
	III	102	114	97	...	102	93	97
	IV	96	70	104	...	103	109	105
1986	I	93	73	98	...	109	112	115
	II	116	142	114	66	105	124	119
	III	116	123	119	...	83	137	123
	IV	113	77	133	72	107	143	129
1987	I	109	84	126	64	91	133	127
	II	123	157	128	64	104	138	127
	III	120	124	137	69	113	148	124
	IV	121	80	141	73	117	143	126
1988	I	115	90	132	67	106	135	123
	II	123	166	125	64	95	119	112
	III	108	131	112	54	105	104	101
	IV	84	81	89	45	83	67	49
1989	I	90	81	90	45	56	76	70
	II	102	151	88	44	46	51	48
	III	100	137	94	46	51	55	53
	IV	94	82	98	47	48	55	40
1990	I	100	83	105	48	50	57	60
	II	102	136	94	48	46	63	48

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Reserva del Perú.

Cuadro 2  
**INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA (II)**  
(porcentaje de aumento)

Período (trimestre)	PRECIOS				Bienes no control.	Deficit no financ.	Ingresos tributarios	Gasto del Gob. Centr. corriente de Capit.	SECTOR PUBLICO (% PIB)		Deficit Consolidado <sup>a/</sup>	
	Al consu- midor	Bienes control.	Tarifas públicas	Combus- tibles					De caja	Cambiarlo <sup>b/</sup>	Total <sup>c/</sup>	
1984	I	24,2	29,1	52,1	27,7	22,8	...	...	...	...	...	...
	II	18,8	23,2	44,7	16,8	17,4	...	...	...	...	...	...
	III	18,1	19,8	12,2	19,8	17,4	...	...	...	...	...	...
	IV	21,4	20,1	24,2	21,5	21,8	...	...	...	...	...	...
1985	I	34,9	40,4	23,6	60,9	33,0	14,7	17,0	2,8	-2,0	0,3	-2,5
	II	39,1	41,5	53,4	31,6	38,2	5,1	18,0	2,7	2,0	0,1	1,8
	III	26,6	26,2	23,9	26,7	26,7	2,6	15,3	2,2	0,2	0,9	1,2
	IV	8,7	-0,8	0,3	-6,3	12,4	2,4	16,4	3,1	-1,0	0,6	1,0
1986	I	15,4	3,8	0,6	0,1	19,2	1,8	14,2	2,3	-0,2	0,9	0,9
	II	11,4	6,4	13,8	0,4	12,8	2,4	15,4	2,4	1,0	0,6	3,1
	III	12,6	6,6	18,1	0,0	14,3	4,8	11,2	2,9	3,6	0,4	6,1
	IV	12,6	6,6	13,4	0,8	14,1	9,5	10,2	4,0	8,2	0,6	10,1
1987	I	18,5	10,1	2,1	0,1	20,5	2,4	11,3	1,9	1,7	1,0	3,3
	II	18,2	16,5	17,8	8,8	18,6	5,0	12,4	2,0	4,3	0,8	5,8
	III	22,7	21,2	24,0	21,3	23,0	6,9	13,9	1,9	6,4	3,2	10,0
	IV	24,8	12,1	28,2	1,9	27,5	9,6	17,2	3,0	9,2	4,1	14,0
1988	I	54,6	52,6	34,6	61,5	55,0	1,4	10,3	1,4	0,2	4,3	4,8
	II	39,2	17,9	4,7	18,1	43,1	2,2	9,3	1,8	1,2	5,3	6,6
	III	241,1	312,0	242,1	303,4	230,4	8,9	8,0	1,7	7,3	6,1	12,9
	IV	148,2	173,7	117,9	213,0	143,3	8,9	9,6	1,5	7,4	2,2	11,7
1989	I	198,1	191,1	123,7	187,4	200,0	3,2	8,5	1,4	1,9	1,6	3,0
	II	135,2	59,6	41,0	53,4	154,5	3,9	6,7	1,7	3,0	0,0	3,8
	III	97,7	106,3	81,0	67,6	96,3	5,6	4,9	1,4	4,9	0,3	4,9
	IV	107,4	103,4	98,9	46,3	108,1	6,1	5,2	2,0	5,6	0,4	5,9
1990	I	124,8	72,7	149,0	87,6	138,0	...	...	...	...	...	...
	II	160,0	221,1	227,4	184,2	148,9	...	...	...	...	...	...

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Reserva del Perú.

a/ Tomado de Choy Chong, Marilyn y Alfredo Dancuart: "Una Aproximación al Déficit Causal Fiscal en Perú", Lima, 1987.

b/ Pérdidas del BCR por los diferenciales de los tipos de cambio

c/ Incluye adicionalmente las pérdidas financieras del BCR

(...) = no disponible.

Cuadro 2  
**INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA (III)**  
 (porcentaje de aumento)

Período (trimestre)	Base monetaria	M1	SECTOR MONETARIO				Tasa de Interés Tr.	
			M2 m/n <sup>d</sup> / Sec. Público <sup>e</sup>	Crédito al M1/PIB	Coefficiente anual M2/PIB	Activa	Pasiva	
1984	6,8	17,3	22,7	6,0	...	...	16,2	16,2
I	6,5	16,4	9,4	20,0	...	...	16,2	16,2
II	24,5	29,5	27,6	12,6	...	...	16,2	16,2
III	28,4	24,1	17,5	19,2	...	...	16,5	16,5
IV	26,6	18,0	24,8	23,7	8,5	16,9	19,1	18,9
1985	26,5	20,9	18,1	6,6	8,0	17,1	19,7	19,4
I	113,0	54,2	48,9	7,6	7,8	16,6	20,4	15,9
II	89,2	46,7	47,1	-44,9	8,1	15,6	9,7	7,0
III	45,2	34,2	36,7	-139,1	9,6	16,0	9,3	6,8
IV	12,0	15,3	15,0	-134,2	10,5	15,3	8,8	6,6
1986	6,9	20,9	19,6	583,1	11,4	14,9	8,8	6,6
I	7,8	16,9	18,6	147,9	12,1	14,8	8,8	6,6
II	7,0	11,8	16,1	11,2	12,3	14,3	8,8	6,6
III	19,1	21,4	21,9	44,2	12,2	13,9	8,8	7,5
IV	27,2	38,1	27,1	49,2	12,2	13,6	7,5	6,9
1987	22,0	26,8	19,5	76,2	12,2	13,3	7,2	6,8
I	20,3	28,7	23,1	-0,2	11,7	12,8	6,0	7,7
II	26,9	29,4	26,1	13,6	10,7	11,6	13,5	10,1
III	64,5	63,9	55,0	142,3	8,6	9,0	27,6	26,3
IV	81,1	87,0	83,4	108,1	6,3	8,0	52,0	50,0
1988	95,3	97,7	114,7	82,8	4,7	6,7	81,3	78,2
I	133,7	97,9	143,4	75,7	3,8	5,8	95,3	91,9
II	155,4	111,2	142,4	162,7	4,0	5,9	95,3	91,9
III	82,5	106,0	110,9	87,8	4,1	5,7	87,8	86,5
IV	70,4	85,3	70,5	245,8	...	...	94,9	87,4
1989	137,9	123,9	107,2	203,3	...	...	139,4	137,2

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Reserva del Perú.

d/ Moneda Nacional.

e/ Excluye los depósitos por refinanciación.

(...) = no disponible

Cuadro 2  
**INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA (IV)**  
 (millones de dólares)

Periodo (trimestre)	SECTOR EXTERNO									
	Balanza Comercial (FOB)	Exportaciones no tradicionales	Exportaciones tradicionales	Importación de insumos	Balanza Comercial cambiario	Intereses de deuda pública (*)	Reservas Int. netas			
1984	I	229	162	565	202	269	-164	795		
	II	249	165	638	244	339	-197	893		
	III	314	194	645	247	449	-205	1041		
	IV	215	205	573	256	341	-271	1103		
1985	I	227	176	501	205	358	-173	977		
	II	297	185	587	222	353	-209	973		
	III	330	186	579	212	399	-155	1043		
	IV	318	168	597	185	340	-170	1.383		
1986	I	156	150	456	210	265	-124	1.446		
	II	-19	151	455	293	40	-165	1.178		
	III	-48	168	491	371	38	-153	1.177		
	IV	-154	176	484	368	-136	-163	866		
1987	I	-181	159	423	311	-90	-129	738		
	II	32	172	506	278	28	-141	707		
	III	-122	193	545	415	-215	-126	527		
	IV	-250	185	478	458	-306	-142	81		
1988	I	-124	178	435	400	-173	-152	-177		
	II	15	188	533	419	-109	-156	-249		
	III	-62	181	531	454	108	-138	-258		
	IV	72	200	445	313	280	-148	-308		
1989	I	356	208	632	271	391	-127	-51		
	II	406	245	680	267	608	-118	346		
	III	505	260	669	232	718	-125	649		
	IV	135	286	562	332	318	-113	546		
1990	I	-215	267	535	449	32	-130	-83		
	II	79	223	492	292	117	-163	-189		

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Reserva del Perú.

(\*) Devengados

Cuadro 2  
**INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA (V)**

Periodo (trimestre)	TIPOS DE CAMBIO															
	Variaciones porcentuales nominales						Tipo de cambio real (Julio 1985=100) <sup>f/</sup>									
	Oficial		Paralelo		Exportación		Importación		Oficial		Paralelo		Exportación		Importación	
1984	I	14,5	18,6	14,5	14,5	14,5	14,5	14,5	9,26	9,75	9,26	9,26	9,26	9,26	9,26	9,26
	II	24,3	22,0	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	9,49	9,88	9,49	9,49	9,49	9,49	9,49	9,49
	III	22,2	24,8	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	9,83	10,41	9,83	9,83	9,83	9,83	9,83	9,83
	IV	30,6	26,2	30,6	30,6	30,6	30,6	30,6	10,39	10,97	10,39	10,39	10,39	10,39	10,39	10,39
1985	I	51,4	50,9	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	11,62	12,03	11,62	11,62	11,62	11,62	11,62	11,62
	II	36,9	42,4	36,9	36,9	36,9	36,9	36,9	11,89	12,46	11,89	11,89	11,89	11,89	11,89	11,89
	III	29,5	49,3	29,7	29,7	29,7	29,7	29,7	12,22	14,37	12,22	12,22	12,22	12,22	12,22	12,22
	IV	0,0	0,6	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	11,50	14,33	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
1986	I	0,0	0,0	1,0	1,2	0,0	1,2	1,2	10,18	12,69	10,18	10,18	10,18	10,18	10,18	10,18
	II	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	9,01	11,24	9,01	9,01	9,01	9,01	9,01	9,01
	III	0,0	1,3	3,5	6,2	6,2	6,2	6,2	8,02	10,06	8,02	8,02	8,02	8,02	8,02	8,02
	IV	0,0	12,1	8,6	6,9	6,9	6,9	6,9	7,16	9,62	7,16	7,16	7,16	7,16	7,16	7,16
1987	I	5,7	3,0	8,8	6,5	8,8	6,5	6,5	6,30	8,82	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30	6,30
	II	7,2	27,5	13,4	7,3	13,4	7,3	7,3	5,70	8,83	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70	5,70
	III	0,5	44,8	13,5	6,9	13,5	6,9	6,9	4,87	11,13	4,87	4,87	4,87	4,87	4,87	4,87
	IV	76,7	46,4	59,2	75,6	59,2	75,6	75,6	5,34	11,32	5,34	5,34	5,34	5,34	5,34	5,34
1988	I	17,6	98,0	34,9	28,5	34,9	28,5	28,5	5,87	17,33	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87	5,87
	II	0,0	61,5	78,6	13,2	78,6	13,2	13,2	3,86	18,82	3,86	3,86	3,86	3,86	3,86	3,86
	III	538,0	104,8	164,1	444,1	164,1	444,1	444,1	3,82	14,02	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82	3,82
	IV	137,5	219,6	138,0	171,1	138,0	171,1	171,1	5,86	11,90	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86
1989	I	240,0	13,6	126,7	72,6	126,7	72,6	72,6	5,37	10,08	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37	5,37
	II	180,5	143,3	103,6	113,2	103,6	113,2	113,2	4,19	5,61	4,19	4,19	4,19	4,19	4,19	4,19
	III	78,8	153,6	69,5	61,9	69,5	61,9	61,9	3,71	4,21	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71	3,71
	IV	28,2	286,7	140,4	70,5	140,4	70,5	70,5	2,66	5,29	2,66	2,66	2,66	2,66	2,66	2,66
1990	I	194,7	131,9	40,4	91,5	40,4	91,5	91,5	1,90	3,83	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
	II	285,5	389,6	364,0	361,8	364,0	361,8	361,8	2,01	4,50	2,01	2,01	2,01	2,01	2,01	2,01

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Reserva del Perú.

f/ Se usó sólo el índice de precios al consumidor de Lima Metropolitana.

**Cuadro 3**  
**CRECIMIENTO, FORMACION DE CAPITAL E INFLACION**  
*(tasas de crecimiento promedio anual)*

<b>Período</b>	<b>PIB por habitante</b>	<b>Formación de capital</b>	<b>Inflación</b>
1950-54	3,9	9,1	8,0
1955-59	1,0	2,1	7,3
1960-64	4,6	7,7	5,9
1965-69	1,3	1,6	12,3
1970-74	2,6	17,8	10,6
1975-79	-0,3	-3,9	42,1
1980-84	-2,6	-1,9	83,2
1985-89	-2,7	-2,6	343,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

**Cuadro 4**  
**FINANCIAMIENTO BANCARIO DE CORTO PLAZO**  
*(millones de dólares)*

<b>Fin del período</b>	<b>TOTAL</b>		<b>Capital trabajo</b>	<b>Comercio</b>	<b>Total</b>	
	<b>Importac.</b>	<b>Exportac.</b>				
1983	Junio	257	379	636	1.212	1.848
	Diciembre	245	242	487	1.010	1.497
1984	Junio	206	191	397	976	1.373
	Diciembre	182	172	354	942	1.296
1985	Junio	148	107	255	851	1.106
	Diciembre	131	96	227	802	1.029
1986	Junio	168	111	279	811	1.090
	Diciembre	193	133	326	802	1.128
1987	Junio	227	160	387	814	1.201
	Diciembre	254	75	329	810	1.139
1988	Junio	181	54	235	788	1.023
	Diciembre	235	57	292	807	1.099

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Cuadro 5  
**PERU: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS EXTERNOS**  
(millones de dólares)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
<b>TRANSFERENCIA CREDITICIA</b>	88	-41	34	245	1,009	693	710	680	-355	-403	-340	-435	862	-314	15	-580	-72	159	445	-211	
Largo Plazo	60	74	88	340	685	877	637	801	238	469	250	231	1,087	1,198	-30	-620	-1,208	-1,258	-1,287	-807	
Credito de corto plazo <sup>a/</sup>	88	-40	22	-12	474	-57	400	147	-101	-287	63	101	791	-519	1,156	688	1,823	2,093	2,488	1,338	
Atrasos de Intereses	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	204	551	621	588	547	617	519
Atrasos del principal	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	757	689	1,288	1,488	1,482	1,054	
Otro crédito de corto plazo	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-723	-152	-344	47	78	387	-237
Intereses devengados de largo y corto plazo	-75	-84	-87	-108	-168	-261	-337	-381	-509	-633	-855	-871	-1,025	-1,109	-1,288	-1,059	-879	-743	-787	-718	
Intereses recibidos	15	19	13	25	38	34	10	13	16	58	202	204	109	118	157	133	93	67	43	78	
<b>TRANSFERENCIA POR INVERSIONES</b>	-150	-115	-28	-12	13	301	128	1	-58	-322	-228	-127	-70	-88	-143	-72	-11	-10	-13	38	
Inversión directa <sup>b/</sup>	-70	-58	24	70	58	316	170	55	26	70	27	125	48	38	-89	1	22	32	28	58	
Inversión cartera	-7	-7	-3	-2	-2	0	0	0	0	0	0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Utilidades	-73	-50	-47	-80	-42	-15	-44	-54	-84	-383	-255	-252	-118	-137	-54	-73	-33	-42	-58	-23	
<b>BILATERALES</b>	82	39	39	42	48	50	59	57	58	122	148	162	167	220	159	134	150	160	157	155	
Oficiales	56	35	33	38	27	33	55	53	54	122	148	162	167	220	159	134	150	160	157	155	
Privadas	28	4	7	4	22	17	4	5	4	0	0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
<b>TRANSFERENCIA NETA</b>	30	-117	47	275	1,070	1,044	895	738	-358	-603	-420	-400	1,059	-183	31	-518	67	329	589	-20	
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	-35	16	-80	-42	-72	-191	-327	-113	53	113	413	581	-402	120	-586	-288	45	-54	-110	-402	
<b>TOTAL INC. ERR. Y OMISIONES</b>	-5	-101	-44	233	888	854	569	625	-303	-480	-7	181	657	-73	-535	-816	112	275	479	-422	

Fuente: FMI, Balance of Payments Yearbook (varios números).

a/ Los atrasos de Intereses y principal se consideran como crédito recibido de corto plazo.

b/ Incluye la reinversión de utilidades.

(...) = no disponible.

Cuadro 6  
**DEUDA PUBLICA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO TRANSFERENCIA NETA TOTAL**  
 (millones de dólares)

	1980			1981			1982			1983			1984		
	A	I	T	A	I	T	A	I	T	A	I	T	A	I	T
Desembolsos			1.208			1.620			1.934			1.530			1.026
Serv. Orig.	1.203	492	1.695	1.394	525	1.919	1.054	551	1.605	646	1.791	1.441	834	2.275	
TRANSF. I			-487			-299			329			-261		-1.249	
Refinanciaciones	372		372	80	80	109	109	109	837	182	1.019	418	81	499	
TRANSF. II			-115			-219			438			758		-750	
Moratoria unilateral										22	22	911	470	1.381	
TRANSF. III											780			631	
Regularizaciones															
TRANSF. NETA			-115			-219			438			26	47	73	
														558	

  

	1985			1986			1987			1988			1989		
	A	I	T	A	I	T	A	I	T	A	I	T	A	I	T
Desembolsos			693			495			585			350			380
Serv. Orig.	1.329	738	2.067	1.453	606	2.059	1.591	516	2.107	1.492	526	2.018	1.206	440	1.646
TRANSF. I			-1.374			-1.564			-1.522			-1.668			-1.266
Refinanciaciones	182	19	201												
TRANSF. II			-1.173			-1.564			-1.522			-1.668			-1.266
Moratoria unilateral	874	602	1.476	1.299	501	1.800	1.512	452	1.964	1.478	513	1.991	1.141	427	1.568
TRANSF. III			303			236			442			323		302	
Regularizaciones	74	153	227	120	116	236	131	148	279	74	57	131	60	45	
TRANSF. NETA			76			0			163			192		197	

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del BCRP.

Cuadro 7  
**PERU: DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO<sup>a/</sup>**  
**TRANSFERENCIA NETA POR FUENTE FINANCIERA**  
*(millones de dólares)*

FUENTE FINANCIERA	1980	1981	1982	1983	1984	1985		1986	1987	1988	1989
						Ene-Jul	Ago-dic	Total			
<b>Gobiernos y Agencias Ofic</b>											
Desembolsos	-53	-153	-102	30	92	86	100	186	40	108	118
Amortización pagada	256	149	137	156	161	109	120	229	148	153	174
Intereses pagados	108	199	167	92	50	11	14	25	52	30	28
		103	72	34	19	12	6	18	56	15	28
<b>Países Socialistas</b>											
Desembolsos	44	-11	-13	88	-59	-48	-66	-114	-2	-6	-1
Amortización pagada	137	118	71	108	25	52	4	56	92	5	62
Intereses pagados	26	23	14	4	17	4	0	4	54	4	8
<b>Organismos Multilaterales</b>											
Desembolsos	115	105	136	90	124	20	15	35	65	20	-11
Amortización pagada	177	186	238	200	260	104	102	206	220	94	17
Intereses pagados	30	35	38	44	60	43	44	87	80	35	19
	32	46	64	66	76	41	43	84	75	39	9
<b>Proveedores</b>											
Desembolsos	-15	-21	183	442	190	32	65	97	65	73	78
Amortización pagada	307	314	650	630	399	116	81	197	125	98	109
Intereses pagados	102	99	138	63	57	28	7	35	26	10	13
<b>Banca Internacional</b>											
Desembolsos	-206	-139	234	130	16	-123	-5	-128	-5	-3	13
Amortización pagada	331	853	838	436	181	3	2	5	0	0	18
Intereses pagados	224	254	263	275	161	122	7	129	22	2	0
<b>TOTAL</b>											
Desembolsos	-115	-219	438	780	363	-33	109	76	0	163	197
Amortización pagada	1,208	1,620	1,934	1,530	1,026	384	309	693	495	585	380
Intereses pagados	831	1,314	945	308	333	210	137	347	210	88	125
	492	525	551	442	330	207	63	270	212	70	58

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.  
e/ Excluye préstamos de apoyo de la banca internacional a la balanza de pagos (en 1984: 185 millones de dólares).

**Cuadro 8**  
**PERU: CREDITOS CONCERTADOS POR FUENTE FINANCIERA<sup>a/</sup>**  
*(millones de dólares)*

<b>Años</b>	<b>Gobiernos</b>	<b>Banca Internac.</b>	<b>Organismos Internac.</b>	<b>Países Socialistas</b>	<b>Proveedores</b>	<b>TOTAL</b>
1983	280	608	463	16	569	1.936
1984	255	-	232	1	297	785
1985	189	-	214	10	102	515
1986	128	-	85	33	93	339
1987	97	-	-	22	26	145
1988 <sup>b/</sup>	287	23	20	45	212	587
1989 <sup>b/</sup>	63	-	94	98	-	255

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú con información del Ministerio de Economía y Finanzas, Dirección General de Crédito Público.  
a/ De mediano y largo plazo.  
b/ Cifras preliminares.

**Cuadro 9**  
**ESTIMACION DE LA FUGA DE CAPITALES**  
*(millones de dólares)*

<b>Método</b>	<b>1970-1974</b>	<b>1975-1979</b>	<b>1980-1985</b>	<b>1985-1989</b>
Banco Mundial	429	1.710	464	2.000
Morgan	348	1.310	725	1.761
Cuddington	28	932	37	819
Dooley	516	1.045	96	2.070

Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

**Cuadro 10**  
**FUGA DE CAPITALES DURANTE LA MORATORIA**  
*(millones de dólares)*

<b>Método</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
Banco Mundial	982	239	299	1.048	-398	812
Morgan	1.015	344	243	954	-410	630
Cuddington	566	298	-45	54	110	402
Dooley	1.019	239	371	1.017	-394	837

Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

## Bibliografía

- Alva Castro, Luis (1987a), *Economía peruana 1985-1986: retos y respuestas*, Instituto de Investigaciones, Cambio y Desarrollo, Lima, Perú.
- — (1987b), “Reactivación económica: logros, problemas y perspectivas”, Exposición ante el Senado de la República en su calidad de Ministro de Economía y Finanzas y Presidente del Consejo de Ministros, Lima, Perú.
- Banco Central de la Reserva del Perú (1984), *Historia de la deuda externa en el Perú*, Lima, Perú.
- — (1985), *La renegociación de la deuda externa 1983-1984: el caso Peruano*, Lima, Perú.
- Banco Mundial (1985), *Informe sobre el desarrollo mundial, 1985*, Washington, D.C.
- — (1988), *Peru: Policies to stop hyperinflation and initiate economic recovery*, informe n°7460-PE, Washington, D.C.
- Biggs, Gonzalo (1992), “Cobro judicial de la deuda pública externa morosa de América Latina: derechos y defensas de las partes”, en este mismo volumen.
- Carbonetto, Daniel et al. (1987), *El Perú heterodoxo: un modelo económico*, Instituto Nacional de Planificación, Lima, Perú.
- CEPAL (1985), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1984*, Santiago de Chile.
- — (1990a), *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda*, Libros de CEPAL n° 26 Santiago de Chile.
- — (1990b), *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1990*, Santiago de Chile.
- Cline, William, “Estimaciones no publicadas”, (1987), citadas en R. Cumby y R. Levich, *On the definition and magnitude of recent capital flight and Third World debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Cuddington, J.T. (1986), “Capital flight: Estimates, issues and explanations”, en *Princeton Studies in International Studies*, n° 58, diciembre, Princeton.
- Deppler, M. y M. Williamson (1987), “Capital flight: Concepts, measurements and issues”, en *IMF Staff Papers*, agosto, FMI, Washington, D.C.
- Devlin, Robert (1985), *Transnational banks and the external finance of Latin America: The experience of Peru*, Libros de la CEPAL n° 5, Naciones Unidas, Santiago de Chile. (También en español).
- Dooley, Michael (1986), *Country-specific risk premiums, capital flight and net investment income payments in selected developed countries*, FMI, Washington, D.C.

- Dornbusch, Rudiger (1989), "Fuga de capitais: teoria, questoes politicas e mensuracao", en *Revista Brasileira de Economia*, vol.43, nº 2, abril-junio, Fundación Getulio Vargas, Río de Janeiro, Brasil.
- Dornbusch, R. y E. Sebastián (1989), *Economic crisis and the macroeconomics of populism in Latin America: Lessons from Chile and Peru*, IASE, Bogotá, Colombia.
- Kindleberger, Charles (1987), "A historical perspective", en D. Lessard y J. Williamson (comp.), *Capital flight and Third World debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Kisic, Drago et al. (1985) *El Perú y América Latina frente al Club de París*, Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico/Centro Peruano de Estudios Internacionales, Lima, Perú.
- Kisic, Drago (1987), *De la corresponsabilidad a la moratoria: el caso de la deuda externa peruana 1970-1986*, Centro Peruano de Estudios Internacionales/Fundación Friedrich Ebert, Lima, Perú.
- — (1988), "Las negociaciones financieras externas del Perú en el período 1982-1987", en Roberto Bouzas (comp.), *Entre la heterodoxia y el ajuste*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires, Argentina.
- LDC Debt Report (1990), 8 de octubre.
- Lessard, Donald y J. Williamson (comp.), (1987), *Capital flight and Third World debt*, Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú (1986), *Deuda pública externa, estadísticas-renegociaciones 1985-1986*, Lima, Perú.
- Moffitt, Michael (1984), *O dinheiro do mundo: de Breton Woods a beira da insolvencia*, Editora Paz e Terra, Sao Paulo, Brasil.
- Morgan Guaranty Trust Company (1985), "LDC Capital Flight", en *World Financial Markets*, marzo, Washington, D. C.
- Naciones Unidas, (1986), *World Economic Survey 1986*, Nueva York.
- O'Donnell, Guillermo (1985), "Deuda externa: Por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio", *Revista de la CEPAL*, nº 27, CEPAL, 9Santiago de Chile.
- Pastor Jr., Manuel (1990), "Capital flight from Latin America", en *World Development*, vol.18, nº 1, enero, Pergamon Press, Oxford.
- Rodríguez, Ennio (1992), "Administración de las restricciones de pago y desarrollo: el caso de Costa Rica", en este mismo volumen.
- Schydlovsky, Daniel (1990), "La debacle peruana: ¿Dinámica económica o causas políticas?", en *Inflación rebelde en América Latina*, CIEPLAN/Hachette, enero, Santiago.
- Stallings, Bárbara (1985), "Incumplimiento de pagos versus refinanciación: crisis de la deuda externa peruana 1826-1985", *Revista Latinoamericana de Historia Económica y Social*, nº 6, segundo semestre, Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social, Lima, Perú.

- Webb, Richard (1986), "Crisis nacional y deuda externa en el Perú", en R. French-Davis y R. Feinberger (comp.), CIEPLAN/Diálogo Interamericano/Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires, Argentina.
- (1987), "La gestación del plan antinflacionario del Perú", *El Trimestre Económico*, vol. LIV, septiembre, México, D. F.
- Williamson, John (comp.) (1990), *Latin American adjustment: How much has happened?*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

SEGUNDA PARTE

# ATRASOS DE LOS PAISES DE AMERICA LATINA CON LOS ACREEDORES DEL CLUB DE PARIS: PROBLEMAS Y OPCIONES

*Francesco Abbate, Roger Lawrence y Anne Miroux*

## Introducción

El problema de la deuda externa de América Latina y el Caribe se considera, por lo general, en conjunto con la deuda con la banca comercial. Se sabe que más de la mitad de la deuda de largo plazo de la Región se ha contraído con la banca comercial, pero la deuda oficial bilateral corresponde al 21% del total, y la deuda con los acreedores del Club de París a cerca del 16% (cuadro 1).<sup>1/ 2/</sup> Sin embargo, para varios países de la Región la deuda con el Club de París es de gran importancia. En nueve países (Bolivia, Costa Rica, El Salvador, Haití, Honduras, Jamaica, Perú, República Dominicana y Trinidad y Tabago) esta deuda representa el 25% o más del total de la deuda de largo plazo, y supera a la contraída con la banca comercial. Además, si se excluye del total la deuda multilateral — que en principio no es reprogramable — el monto de la deuda con el Club de París por préstamos reprogramables de largo plazo aumenta de manera considerable debido a que, por lo general, la deuda multilateral es bastante significativa en estos países.<sup>3/</sup>

El Club de París se ocupa tanto de los préstamos concesionarios otorgados por gobiernos donantes como de créditos a la exportación oficiales o avalados a nivel oficial. En el caso de América Latina, los créditos a la exportación constituyen el grueso de las renegociaciones con el Club de París. Incluso en aquellos países donde el tamaño relativo de la deuda con esta institución no es considerable, los créditos a la exportación desempeñan un importante papel en el financiamiento externo del sector manufacturero y de infraestructura.

Desde 1956 — cuando se realizó la primera reunión del Club de París para tratar el problema de los pagos de la Argentina — hasta 1982, sólo cuatro países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile y Perú) asistieron a las

reuniones, logrando un total de 13 acuerdos por un monto de 2,8 mil millones de dólares de la deuda. Sin embargo, desde el estallido de la crisis, en 1982, la mayor parte de los países de la región ha incurrido en atrasos con acreedores bilaterales oficiales, reprogramándolos en el marco del Club de París. Desde 1983 y hasta octubre de 1991, al menos 16 países deudores de América Latina han recurrido al Club de París, y muchos de ellos dos veces (Véase el cuadro 2). <sup>4/</sup> Este proceso produjo 45 acuerdos de reprogramación, con un alivio de la carga de la deuda por un monto aproximado de 38.500 millones de dólares.

## **I. Situación de los atrasos frente al Club de París**

Se puede considerar que los atrasos, tanto con los acreedores oficiales como con los privados, es producto de tres conjuntos de factores:

- a) La situación objetiva económica y financiera que enfrenta el país deudor, incluyendo el impacto de los acontecimientos externos, así como las consecuencias de las políticas internas;
- b) la incapacidad política para dar al servicio de la deuda la mayor prioridad frente a la disponibilidad de recursos presupuestarios y de divisas;
- c) las consecuencias acumulativas de las políticas internacionales para enfrentar los problemas de la deuda.

Sin lugar a dudas, la incapacidad de la situación económica y financiera para lograr una recuperación es la causa fundamental de las dificultades del servicio de la deuda. Ello es reflejo de la incapacidad que tienen los factores externos negativos para autorrevertirse; en particular, los bajos precios de los productos primarios y las elevadas tasas de interés, la lentitud de las políticas económicas internas para enfrentar la deteriorada situación externa a través de su identificación, puesta en práctica y logro de los resultados deseados, y la interacción a menudo negativa entre ambos.

La persistencia de presiones financieras y económicas ha llevado a los países deudores a un deterioro generalizado del concepto de que el servicio de la deuda externa debe ser la demanda prioritaria frente a la disponibilidad presupuestaria y de divisas. Cuando se espera que las dificultades financieras tengan una breve duración, el hecho de asignar prioridad absoluta al cumplimiento de las obligaciones externas, sin lugar a dudas, beneficiará en el largo plazo los intereses del país deudor, ya que su capacidad crediticia permanece intacta (e incluso puede mejorar), manteniéndose su posibilidad de atraer financiamiento externo para dar apoyo al crecimiento futuro, en tanto que los costos en términos de la composición de gastos internos tienen corta vida. Sin embargo, en la medida en que persisten las dificultades financieras, se incrementa el desequilibrio de costos y beneficios, llegando a ser cada vez más difícil justificar en términos económicos y políticos el cumplimiento completo de las obligaciones externas, mientras los gastos internos esenciales se han cortado y están sometidos a la presión de una baja constante. Asimismo, la persistencia de dificultades hace que los acreedores perciban con mayor fuerza que

el servicio de la deuda podría no siempre tener la primera prioridad, haciendo que se deteriore la capacidad crediticia, aun cuando los pagos del servicio de la deuda estén al día. Las reacciones de los gobiernos a estos vaivenes en los costos y beneficios de mantener el servicio de la deuda al día han variado de manera considerable entre los deudores, y en algunos casos han experimentado variaciones a través del tiempo. Sin embargo, el resultado más evidente ha sido hacer de los atrasos un fenómeno generalizado, al extremo en que en la actualidad son casi un elemento de rutina de las relaciones financieras internacionales.

En el caso de la deuda con los acreedores del Club de París, esta tendencia se ha visto exacerbada por aspectos específicos de las prácticas de reprogramación, tema que se tratará en la sección IV. Estos aspectos específicos se derivan de dos características interrelacionadas de las políticas de este organismo, produciendo el no deseado efecto de que sus prácticas sean una importante causa de los atrasos: la insistencia en una política de "rienda corta", y la orientación hacia soluciones que están enfocadas hacia necesidades inmediatas de liquidez.

La política de "rienda corta" deriva de dos consideraciones fundamentales: evitar que los acreedores den una asistencia que se tornará innecesaria en un vuelco futuro de la situación económica del deudor, y asegurar que se cumplan de manera efectiva las políticas de ajuste adoptadas en el marco de programas acordados con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Otras consideraciones que a veces se mencionan en apoyo a esta política de "rienda corta" se refieren, por una parte, a los beneficios que reporta un diálogo frecuente entre acreedores y deudores, que lleva a una mejor comprensión de los problemas y progresos de los deudores; por la otra, a las dificultades para asegurarse de la buena intención, que en el mediano plazo (excluyendo el largo plazo), tienen los gobiernos deudores, cuya propia expectativa de vida es a menudo corta, en particular (pero no sólo en ese caso) cuando están sujetos a procesos electorales periódicos.

La preocupación relativa al flujo de caja de corto plazo se basa en varios factores. En parte, parece ser herencia de un punto de vista que caracterizó los primeros años de la crisis de la deuda, basado en el supuesto de que los deudores en problemas no carecían de solvencia sino de liquidez, por lo que medidas que generaran un mejor flujo de caja durante un período razonable eran adecuadas para resolver el problema. En parte, ello también refleja el papel de la reprogramación como una fuente de financiamiento de los programas del FMI. Con frecuencia, los deudores han llegado hasta el Club de París con un programa del FMI construido en torno a un supuesto alivio que será proporcionado por el Club. En el seno de este organismo, pareciera suponerse que el financiamiento externo en el largo plazo y la inversión necesaria para lograr un ajuste con crecimiento ya se han incorporado en el diseño del programa del FMI, que constituye la base para la acción del Club de París. Bajo este supuesto, no se requeriría mayor atención del organismo en este asunto. Tenga o no validez, esta suposición es muy controvertida. Sin embargo, en la medida en que el crecimiento en el largo plazo y los requerimientos de inversión no se tratan de manera adecuada en estos programas, el enfoque

del Club de París sobre la liquidez de corto plazo limita su contribución para resolver los problemas fundamentales, prolongando así el período durante el cual podrían presentarse atrasos.

## **II. Costos de los atrasos acumulados**

El principal costo asociado con la acumulación de atrasos a los acreedores oficiales bilaterales y con la petición de reprogramación al Club de París es la posible suspensión (o restricciones) a la cobertura de crédito a la exportación o el aumento de las primas de seguros. El acceso al financiamiento de la banca comercial puede verse comprometido con la petición de reprogramación. Asimismo, la ayuda financiera se puede ver afectada —en especial aquella asociada con los créditos a la exportación y con los que podrían suspender los donantes— si los pagos a ellos o a sus organismos de crédito a las exportaciones (OCE) caen en mora.

La mayoría de los OCE han dejado de dar cobertura a aquellos países que piden por primera vez una reprogramación. Desde su punto de vista, hasta que se concluya el acuerdo con el Club de París, no sabrán si los nuevos créditos serán excluidos de la reprogramación (Johnson, Fischer y Harris, 1990). Además, en tanto no se llegue a un acuerdo con el FMI (lo que constituye una precondition para un acuerdo con el Club de París), los OCE no contarán con la suficiente seguridad de que el país sea capaz de servir la nueva deuda. Sin embargo, puesto que los créditos de corto plazo y los créditos al sector privado no avalados por el gobierno del país deudor casi nunca se han reprogramado, los OCE estarían dispuestos a realizar este tipo de transacciones.

La cobertura para créditos de mediano plazo al sector público, o que cuentan con el aval de éste, puede reanudarse una vez que ha concluido el acuerdo con el Club de París. Pero, en muchos casos, esto sólo se ha producido una vez concluido el acuerdo bilateral, y la reanudación de la cobertura ha sido más restringida que antes del surgimiento de las dificultades financieras.<sup>5/</sup> Para los países que solicitan nuevas reprogramaciones, no habrá interrupción en la cobertura, o ésta será muy breve, si no hay atrasos en la deuda reprogramada o en aquella no reprogramada.

## **III. Reprogramación de los atrasos en el Club de París**

Desde el estallido de la crisis de la deuda, las prácticas del Club de París para la reprogramación de los atrasos ha evolucionado de modo significativo. Con el propósito de incentivar a los países deudores para desarrollar rápidamente medidas correctivas, los acreedores oficiales decidieron originalmente aplicar términos más duros a los atrasos que a los vencimientos corrientes (por ejem-

plo, los pagos del servicio de la deuda que cayeron en mora durante el período de consolidación, cuyo inicio a menudo coincide con la reunión del Club de París). Así, para los atrasos el porcentaje del servicio de la deuda reprogramado era inferior que el correspondiente a los vencimientos contractuales y los plazos de amortización otorgados eran más cortos. Sin embargo, desde 1987 se ha producido una progresiva eliminación de estas diferencias en los plazos de la amortización entre los atrasos y los vencimientos normales. La proporción de atrasos cubiertos por los acuerdos con el Club de París se ha incrementado a 100% y su calendario de pago se ha ajustado para hacerlo coincidir con el correspondiente a los vencimientos contractuales reprogramados. Como lo señala un informe del FMI, "esta modificación buscaba, en parte, simplificar la carga administrativa asociada con la reprogramación, reconociendo al mismo tiempo que los plazos más estrictos de desembolso antes aplicados a aquellas deudas no podían cumplirse en forma realista." (Kuhn y Guzmán, 1990).

Asimismo, a comienzos del decenio de 1980, y casi sin excepción, los acreedores oficiales rechazaron la reprogramación de los cargos por intereses en mora.<sup>6/</sup> En el último tiempo, estos cargos se han repactado en numerosas ocasiones (Argentina, y Brasil, 1987; Guyana, 1989 y 1990; Honduras, 1990; Panamá y Perú, 1991), aunque con menos frecuencia en el caso de los países de la Región que en el de los países africanos más pobres. En la mayoría de estos casos, durante largo tiempo se ha sumado una gran cantidad de atrasos, con el cual los intereses devengados y no pagados acumulados fueron significativos en relación con la capacidad de pago de los países en proceso de reprogramación.

#### **IV. Impacto de las políticas del Club de París relativas a la acumulación de atrasos**

Si bien la reprogramación de la deuda oficial por lo general involucra la reestructuración de los atrasos, las prácticas del Club de París puedan contribuir de diversas formas a la acumulación de atrasos.

##### **1. Incumplimiento inminente**

Por lo general, los acreedores del Club de París están dispuestos a considerar la petición de reprogramación de un país deudor sólo cuando su balanza de pagos se ha deteriorado al punto de existir la posibilidad de una situación de incumplimiento inminente, la que se caracteriza por una acumulación sustancial de atrasos.

##### **2. Necesidad de un acuerdo con el FMI**

Desde 1966, los acreedores del Club de París han exigido que el deudor llegue a un acuerdo con el FMI sobre su programa económico antes de recurrir al

Club.<sup>7/</sup> Así, el tiempo mínimo necesario para llegar a un acuerdo con el Club corresponde al tiempo necesario para llegar a negociaciones con el Fondo. En la mayoría de los casos, el programa aprobado del FMI asume la forma de un acuerdo "Standby" del servicio ampliado (como en el caso de México en 1989). Sin embargo, los acreedores oficiales han convenido en considerar las reprogramaciones del Club de París sobre la base de acuerdos que involucran el Servicio (financiero) de Ajuste Estructural (SAE) o el Servicio de Ajuste Estructural Reforzado (SAER) (Bolivia y Guyana, 1990), y también sobre la base de un programa supervisado por el FMI, pero que no requiere su asistencia financiera (Guyana, 1989 y Perú, 1991). Debido a las dificultades que con frecuencia surgen para llegar a un acuerdo con el Fondo, este prerrequisito ha sido el causante de una mayor acumulación de atrasos durante las dilatadas negociaciones con el FMI. Estas negociaciones fueron particularmente prolongadas cuando el país deudor — como en los casos de Guyana y Perú — había acumulado atrasos con el Fondo, enfrentándose a graves problemas para lograr que un Grupo de Apoyo ayudara al país a ponerse al día en el servicio de la deuda (O'Connell, 1992).

### 3. Período de consolidación

A diferencia de la banca comercial, el Club de París no reprograma todo el servicio de la deuda sino sólo los atrasos y el servicio de la deuda durante un período de tiempo limitado, es decir, el denominado "período de consolidación". Este período por lo general no se extiende más allá del final de aquél cubierto por el acuerdo con el FMI, si bien recientemente se han hecho acuerdos de reprogramación multianuales (MYRA) de hasta tres años con México, Bolivia y Guyana, en el contexto de los programas SAE y SAER.<sup>8/</sup> Como resultado de los MYRA, la duración promedio del período de consolidación ha aumentado de 13 meses en 1983-84 a 18 meses en 1989-90 (cuadro 3). Para dos tercios de los acuerdos, el período de consolidación fue de entre 12 y 15 meses. La práctica de períodos cortos de consolidación ha llevado a repetidas reprogramaciones, con las consiguientes pérdidas de tiempo. De los 16 países de la región que recurrieron al Club de París entre 1983 y octubre de 1991, nueve de ellos lo hicieron tres veces o más, y Jamaica reprogramó seis veces. Debido a la vinculación con los programas del FMI y a las dificultades para lograr acuerdos bilaterales, con frecuencia se ha producido una brecha entre dos reprogramaciones sucesivas, durante las cuales se han incrementado los atrasos. Por ejemplo, la segunda reprogramación de la Argentina sólo se pudo lograr 18 meses después del fin del primer período de consolidación; así, el consiguiente incremento de los atrasos sobre la deuda previa a la fecha límite ("cut-off-date") del Club ascendió casi a la mitad del total del servicio de la deuda elegible para la renegociación. A mediados de 1991, seis países de la Región fueron candidatos a futuras renegociaciones, habiendo expirado hacía por lo menos seis meses sus acuerdos con el Club de París.

### 4. Cobertura de la reprogramación

El Club de París no reprograma todas las deudas atrasadas o por vencer durante el período de consolidación. Los créditos de corto plazo y los préstamos

al sector privado están por lo general excluidos de ella. Además, a diferencia de las reprogramaciones de la deuda de la banca comercial, las del Club de París sólo cubren los créditos concedidos antes de una fecha determinada establecida en el acuerdo, llamada "fecha límite" que generalmente antecede en 3 a 6 meses al primer acuerdo con el Club. Esta fecha límite se mantiene en los acuerdos sucesivos para proteger de una reprogramación a los nuevos préstamos. Por ejemplo, en el caso de Jamaica, la fecha límite es el 1º de octubre de 1983. El 56% del servicio total de la deuda de este país con el Club de París programado para 1991 es atribuible a la deuda contraída desde octubre de 1983, por lo que no es reprogramable.

Otra razón del limitado alcance de las reprogramaciones del Club de París ha sido el tratamiento del servicio de la deuda emanado de la deuda previamente reprogramada (DPR). En el caso de países deudores que han obtenido numerosas reprogramaciones, la DPR constituye una cifra importante de todas las obligaciones del servicio de la deuda con acreedores oficiales. Hasta 1983, los acreedores del Club de París adhirieron de manera estricta al principio de que la DPR no podía volver a reprogramarse. Desde entonces, y puesto que las dificultades en el servicio de la deuda han persistido en la mayoría de los países con reiteradas reprogramaciones, fue cada vez más difícil para el Club de París evitar la reprogramación de la DPR. Entre 1988 y octubre de 1991, la DPR fue consolidada en todas las reprogramaciones que involucraron a los países de la Región, con excepción de México en 1989, y Trinidad y Tabago en 1990. Pero en la mayoría de los casos la DPR se consolidó sólo en forma parcial. Los acreedores oficiales sostienen que mientras menor es el porcentaje de la DPR reprogramada, más rápida es la reposición de la cobertura para los OCE.

Sin embargo, los acreedores oficiales han incrementado la cobertura de la deuda previa a la fecha límite que no ha sido reprogramada con anterioridad, al 100% de los atrasos y al 100% de los pagos de intereses y del principal sobre los vencimientos corrientes.<sup>9/</sup>

En conclusión, los acreedores oficiales, incapaces de otorgar términos de renegociación adecuados dentro de su propio marco de política, han hecho concesiones en relación con los atrasos, la DPR y el porcentaje del interés y del principal reprogramado, y en épocas más recientes, con la fecha límite y la elegibilidad para reprogramar (Perú en 1991).<sup>10/</sup>

La tendencia a la flexibilización de la relación entre la elegibilidad y la fecha límite refleja que, puesto que los grados de libertad otorgados por los elementos anteriormente señalados se ha agotado y la fecha límite se sobrepasa cada vez más, la falta de disposición de prorrogar *de facto* dicha fecha se convierte en una importante fuente de problemas de pago y los atrasos, en especial donde son débiles las afluencias crediticias netas de los OCE.

## 5. Términos de la reprogramación

No obstante el reciente mejoramiento que se observa, los términos de reprogramación del Club de París no se adaptan de manera adecuada a la capacidad de los deudores para pagar, por lo que podrían llevar a mayores presio-

nes sobre los pagos externos. Los términos estándar del Club de París, que hasta ahora se han aplicado en la mayoría de los países de la Región, involucran un vencimiento a 10 años para los montos reprogramados, incluyendo un período de gracia de cinco años, y una tasa de interés correspondiente a la del mercado. Sin embargo, siguiendo la tendencia reciente hacia un trato diferencial entre los deudores, sólo dos países de la Región — Bolivia y Guyana — se han visto beneficiados con los términos establecidos en la cumbre de Toronto, que contienen un conjunto de opciones (reducción de la deuda, ampliación de los vencimientos y reducción de la tasa de interés).<sup>11/</sup> Pero estas condiciones son aplicables sólo en los países de bajo ingreso, y aunque se trate de medidas concesionarias, involucran una condonación promedio de sólo un 20%.

Desde septiembre de 1990, algunos países de la Región (El Salvador, Honduras y Jamaica) se han visto beneficiados con las normas de Houston, disponibles para los países de ingresos bajos y medianos y con elevados montos de deuda oficial.<sup>12/</sup> El nuevo tratamiento consiste en una prolongación del plazo de pagos, donde: a) los préstamos de asistencia oficial para el desarrollo (AOD) se reprograman con un vencimiento a 20 años, incluyendo hasta 10 años de gracia; b) los créditos a la exportación y otros préstamos no concesionarios se reprograman con un vencimiento a 15 años y hasta ocho años de gracia. Pero, en la medida en que se aplican a esta deuda comercial tasas de interés iguales a las del mercado, los términos más flexibles de pago no significan una concesión. Sin embargo, las normas de Houston contienen un elemento de reducción voluntaria de la deuda, por el hecho de incluir como su innovación principal la posibilidad de que los gobiernos acreedores vendan o canjeen préstamos AOD, así como un monto limitado de créditos no concesionarios, a través del canje de deuda por su naturaleza, deuda por asistencia, deuda por capital u otras conversiones de la deuda en moneda nacional.<sup>13/</sup> De acuerdo con los actuales criterios de elegibilidad, se espera que no más de siete países de la región puedan beneficiarse con las normas de Houston.

En resumen, los términos de reprogramación del Club de París, caracterizados por cortos períodos de vencimiento y tasas de interés iguales a las del mercado, no han hecho más que posponer — y en muchos casos agravar — los problemas del servicio de la deuda de los países en proceso de renegociación. Por ejemplo, la práctica de aplicar tasas de interés iguales a las del mercado para reprogramar el pago de intereses ha contribuido a aumentar el monto de las obligaciones que se deben servir en términos comerciales sin la contraparte de una mayor capacidad de servicio de la deuda.

## 6. Acuerdos bilaterales

En sí mismo, el acuerdo con el Club de París no reprograma la deuda sino que determina un conjunto de normas para los acuerdos bilaterales con los diferentes gobiernos acreedores, los que deben alcanzarse. La tasa de interés es el único elemento de los términos de reprogramación que queda fuera de los acuerdos con el Club de París, y debe negociarse en forma separada con cada acreedor. Con frecuencia, se han producido desfases en la conclusión de los acuerdos bilaterales; éstos tienen su origen no sólo en las dificultades de negociación de las tasas de interés, sino también en aspectos legales, en las pér-

didias de tiempo para ponerse de acuerdo en la fecha y en la estructura de las negociaciones bilaterales. El país deudor debe negociar en forma separada no sólo con cada uno de sus acreedores, sino a menudo con los propios organismos de crédito, cada uno de los cuales con sus propios procedimientos. Por ejemplo, Bolivia y Argentina debieron firmar, en promedio, 20 a 23 acuerdos bilaterales con diferentes organismos de crédito y gobiernos para llevar a cabo cada uno de sus acuerdos recientes con el Club de París.<sup>14/</sup> El tiempo promedio necesario para llegar a acuerdos bilaterales fue de entre 6 y 11 meses desde la fecha de la reunión con el Club de París. Las dificultades surgen cuando las negociaciones bilaterales no se han completado en el lapso del período de consolidación, lo que exige una nueva reprogramación de la deuda. En semejantes situaciones, se pospone la convocatoria a una nueva reunión con el Club, ya que los acreedores oficiales por lo general no aceptan asistir a dicha reunión hasta que se hayan firmado todos los acuerdos bilaterales. De este modo, se producen atrasos en el proceso.

## **V. Conclusiones**

La eliminación de atrasos como fenómeno sistémico requiere un tratamiento más enérgico del problema del endeudamiento excesivo y el crecimiento insuficiente, y una revaluación de algunos de los puntos de vista fundamentales de la actividad del Club de París. Al respecto, saltan a la vista dos amplios elementos: una adecuada distinción entre políticas relativas a la deuda y políticas de ayuda financiera, y un lapso adecuado para tomar decisiones frente a la deuda.

Durante muchos años, los gobiernos acreedores han actuado de manera positiva para poner en contacto a la comunidad acreedora con la realidad del sobreendeudamiento, y para lograr un consenso acerca de la necesidad de reducir la deuda y/o su servicio, como elementos de una estrategia general para enfrentar el excesivo endeudamiento y el insuficiente crecimiento. Este liderazgo de los gobiernos acreedores ha sido más evidente en el marco del Plan Brady y de la cumbre de Toronto. Sin embargo, existen lagunas que requieren atención. Una de ellas tiene que ver con los deudores de ingreso mediano cuya deuda corresponde principalmente a acreedores oficiales; la otra se relaciona con la distribución de responsabilidades cuando se reduce la deuda, y/o su servicio, con los acreedores privados.

Hasta la adopción de los términos de Toronto, la doctrina prevaleciente entre los acreedores del Club de París consistía en que la deuda emanada de los créditos a la exportación era reflejo de las operaciones comerciales, por lo que debía reprogramarse en términos comerciales. Surgió así una profunda categorización entre comercio (deuda por crédito a las exportaciones) y ayuda externa para el desarrollo. Los términos de Toronto representaron un quiebre en esta doctrina, ya que por primera vez permitieron a un grupo de países de ingreso bajo reprogramar ante el Club de París deudas por crédito a las exportaciones en términos de concesionarios. Más tarde, se concedió tér-

minos concesionarios a Egipto y Polonia, que no son países de ingreso bajo, sin embargo, los acreedores insistieron en que ello no debía constituirse en un precedente.

Es comprensible el deseo de restringir la reprogramación de la deuda en términos concesionarios a los países de bajo ingreso. En varios países acreedores, el financiamiento para este tipo de reprogramación debió obtenerse del presupuesto destinado a la asistencia para el desarrollo, por lo que era de esperarse que los organismos de ayuda insistieran en que este tipo de reprogramaciones no quitaran fondos a sus receptores. Además, parece correcto reservar los escasos recursos de privilegio para los deudores más pobres.

Este punto de vista, cualesquiera sean sus méritos, es muy diferente al adoptado en otras instancias. En los países industrializados, en relación con los procedimientos al alcance de empresas con dificultades en el servicio de su deuda, todos, y en diversos grados, reconocen que es deseable posibilitar que estas empresas reorganicen sus obligaciones. Para reestructurar la deuda en lugar de cerrar la empresa, es posible aliviarla de algunas de sus obligaciones, reorganizando el resto de ellas, de tal modo que pueda recuperar su viabilidad económica y financiera; al mismo tiempo, los acreedores se beneficiarán más asumiendo las pérdidas derivadas de la reducción de la deuda que son menores que las de las otras alternativas disponibles.<sup>15/</sup> El nivel del ingreso de los gerentes de la empresa, del personal o de los accionistas no puede, bajo ningún punto de vista, influir en las decisiones sobre el grado de disminución de la deuda. De igual modo, el nivel de ingreso del deudor no desempeña ningún papel para determinar la elegibilidad para una reducción de la deuda en el Plan Brady. En ambos casos, el objetivo consiste en dar los pasos necesarios para crear, lo más rápido posible y al mínimo costo, un deudor financiera y económicamente viable.

Similar punto de vista debería asumirse ante el problema de deudores que no son de bajo ingreso, cuya deuda se ha contraído principalmente con acreedores oficiales, y cuyas perspectivas económicas en el mediano plazo se ven seriamente disminuidas debido a un endeudamiento excesivo. En estas circunstancias, la reducción de la deuda por parte de los acreedores oficiales tiene un papel que desempeñar, y debe reconocerse que su argumento difiere de la ayuda gubernamental y de la asignación de ayuda.

Aunque con algunas variaciones, surge el mismo problema para los países de ingreso medio, cuya deuda ha sido contraída principalmente con la banca comercial. En este caso, los gobiernos han reconocido que los acreedores deberían aceptar pérdidas y conceder reducciones de la deuda, pero sin participar directamente en el proceso. En este tipo de países, la deuda contraída con acreedores oficiales es a menudo una pequeña fracción de la deuda total, y en principio, un monto adecuado de la reducción debe lograrse sin su participación. Sin embargo, al asignarse el papel de acreedores privilegiados, los gobiernos acreedores reducen de manera significativa su propia capacidad de desempeñar el liderazgo que se requiere de ellos. Cualesquiera sean los premios y castigos a su disposición, la amonestación: "haz lo que digo y no lo que hago", crea una débil posición desde la cual incentivar a la banca para es-

tar de acuerdo con la reducción de la deuda. También en este caso los gobiernos acreedores deben participar directamente en el proceso de lograr un equilibrio entre las exigencias de los acreedores y la capacidad de los deudores para cumplir con ellas.

Incluso en el caso de que se aceptara una más amplia reducción de la deuda y/o de su servicio, subsistiría la pregunta de si ello debe lograrse gradualmente o de una vez por todas. Hasta ahora, la práctica ha sido limitar el castigo a parte de la deuda correspondiente al período de consolidación. La reciente condonación de la deuda de Egipto y Polonia con el Club de París tomó un curso diferente, involucrando reducciones definitivas en el saldo total de la deuda. Asimismo, las proposiciones que hicieron los Países Bajos y el Reino Unido en relación con los países de bajo ingreso también contemplan la reducción de la existencia de la deuda.<sup>16/</sup>

Con certeza, durante los próximos años será intensa la discusión acerca de si trasladar el enfoque de las actividades del Club de París desde el período de consolidación al monto total de la deuda, y de cómo hacerlo. Los elementos subyacentes del debate serán bien conocidos: por una parte, el deseo de algunos de mantener estrechas relaciones entre la acción del acreedor y los programas del FMI, es decir, mantener la política de "rienda corta"; por la otra, el deseo de enfrentar de una vez por todas la realidad del desajuste entre las obligaciones del servicio de la deuda y la capacidad presente y futura del servicio de ésta, así como el deseo de establecer relaciones más normales entre acreedores y deudores.

Hay dos situaciones típicas, de las que se desprenden numerosas combinaciones, de acuerdo con las cuales esta segunda estrategia sería apropiada. La primera se refiere a una situación en la cual el país deudor ha sido incluido en programas con el FMI por un largo período; dichos programas están comenzando a mostrar resultados sólidos, pero sólo es posible un conjunto viable de cuentas externas si se produce una reducción de la deuda y/o de su servicio. En estas circunstancias, la reducción de la deuda se consideraría un medio para regularizar las relaciones financieras y sacar al deudor del proceso de negociaciones con el Club de París. El deudor puede seguir teniendo programas con el FMI, pero ya no podrá suponer que las reprogramaciones del Club de París generarán un mejor flujo de caja; o bien, el deudor podría estar en condiciones de sustraerse a los programas del FMI, situación que sería aplaudida por todos.

La segunda surge cuando un país ha estado dentro y fuera de los programas del FMI durante un largo período, ha contado en repetidas ocasiones con reprogramaciones del Club de París, pero la combinación de esfuerzos nacionales e internacionales, junto con circunstancias externas, ha llevado sólo a un progreso muy modesto. En esta situación, lo que se necesita es una disminución de sus obligaciones a niveles más realistas en términos de crecimiento en el mediano plazo y de perspectivas de pago. Una disminución de obligaciones también puede poner de manifiesto que cualquier mejoramiento de la situación financiera del país que emane de un mayor esfuerzo en sus políticas se acumulará más en el país deudor que en sus acreedores. Incluso después de una reducción de la deuda, un país en esta situación deberá continuar en

los programas del FMI, e incluso podría requerir nuevas reprogramaciones de la deuda por parte del Club de París. Pero la magnitud de sus obligaciones será tal, que una auténtica solución a la deuda estará a su alcance desde una perspectiva económica, financiera y política.

En la práctica, por cierto, existirá una gran incertidumbre en relación con la magnitud de la reducción de la deuda necesaria para llevar a un equilibrio entre las obligaciones y la capacidad para cumplirlas. Si lo que se quiere es una eficacia real de las políticas relativas a la deuda, esta incertidumbre no debe convertirse en una justificación de los puntos de vista minimalistas frente a la reducción de la deuda, sino que debe resolverse de tal modo que entregue perspectivas razonables al país deudor. En el caso de deudores que no pertenecen al nivel de países de bajo ingreso, puede otorgarse un esquema de reducción sustancial de la deuda en el cual se incorpora una cláusula de "recuperación de valor" o "recaptura" por parte del acreedor, si la situación financiera y económica del deudor puede mejorar mucho más de lo previsto en el momento de conceder la reducción de la deuda. Al considerar este tipo de convenio, debe tratar de asegurarse que el grueso del beneficio de cualquier mejoramiento sea para el deudor, pero con la condición de que este criterio ayude tanto a acreedores como a deudores a eliminar la incertidumbre.

En resumen, en el próximo futuro deberá reexaminarse el carácter de "rienda corta" de las políticas del Club de París. Tras un decenio de reprogramaciones en apoyo de programas de ajuste y reformas, se requiere ahora una aproximación más matizada y diferenciada. Junto con la continuación de las políticas de "rienda corta" para algunos deudores (sobre todo aquellos que ingresaron en una época relativamente reciente a la órbita FMI-Club de París), para otros países se requerirá un respaldo financiero más viable, que permita al país deudor liberarse del proceso de reprogramaciones recurrentes, o tener la esperanza de sustraerse de este proceso en un futuro cercano. En cualesquiera de estos casos, ya sea que se descontraigan los esfuerzos internos de ajuste, o que el deudor esté sujeto a presiones externas desfavorables, el ritmo de los programas del FMI y (para algunos países) de las reprogramaciones del Club de París continuaría.

## Notas

- 1/ El Club de París es el foro donde los países deudores, por lo general, negocian la reprogramación de los pagos del servicio de la deuda de los préstamos otorgados o avalados por los gobiernos u organismos oficiales de los países acreedores participantes. Los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) son los principales miembros, pero se promueve la participación de otros países acreedores en situación similar. Hasta hace poco tiempo, algunos países de América Latina participaron como acreedores en las reuniones del Club de París convocadas para la reprogramación de la deuda de otros países de la Región. Sin embargo, en la actualidad la deuda intrarregional se reprograma de manera bilateral. En este capítulo, la deuda con los países de la OCDE se utiliza como variable sustitutiva de la deuda con los países representados en el Club de París.

- 2/ En términos comparativos, esta proporción es de 29% para los países en vías de desarrollo en su conjunto y de 43% para los países de África.
- 3/ En Jamaica, por ejemplo, la deuda con el Club de París corresponde a dos tercios de la deuda reprogramable de largo plazo.
- 4/ Todos estos países, excepto El Salvador, llegaron a acuerdos de reestructuración con la banca comercial. Otros tres países lograron acuerdos con la banca comercial pero no con los acreedores oficiales. Para dos países — Uruguay y Venezuela — el servicio de la deuda con los acreedores oficiales no requería reprogramación debido a su escaso monto. En el caso de Nicaragua, ante la ausencia de un acuerdo con el Fondo Monetaria Internacional (FMI), se llegó a una negociación en el Club de París.
- 5/ Como es de esperarse, las políticas de los OCE varían entre los distintos deudores, pero también las políticas con cualquier deudor determinado no son uniformes, tal como lo demuestra la experiencia de la Argentina. Entre 1984 y 1991 este país reprogramó cuatro veces la deuda con el Club de París, y en ocasiones ha incurrido en largos atrasos. Durante el período señalado, hubo algunos países acreedores que dieron cobertura a la Argentina, incluso para transacciones de largo plazo. Otros acreedores oficiales reanudaron su cobertura una vez realizados los acuerdos bilaterales (por ejemplo, tras el primer pago de intereses estipulado por estos acuerdos). Un tercer tipo de acreedores no cambió formalmente sus políticas, pero ante las peticiones de sus exportadores, reaccionaron sobre una base caso por caso.
- 6/ Estos son intereses devengados entre la fecha contractual de pago del principal y de los intereses, y no pagados, y una fecha establecida en los acuerdos bilaterales (por lo general, la fecha del acuerdo bilateral).
- 7/ Ha habido algunas excepciones a esta regla general. El acuerdo de 1987 del Brasil estuvo condicionado a una evaluación positiva de la Junta Ejecutiva del FMI, de acuerdo con las consultas contenidas en el artículo IV (véase de Freitas, 1992). En el caso de Cuba, que no es miembro del FMI, los acreedores oficiales negociaron directamente con este país las reformas. Un equipo de expertos del país acreedor visitó Cuba para determinar la naturaleza de sus problemas de pago, y ayudarlo a establecer medidas tendientes a resolverlos. Debido a la limitada capacidad de seguimiento del Club de París, este procedimiento ha tenido problemas (Sevigny, 1990).
- 8/ El Club de París introdujo por primera vez los Acuerdos de Programación Multianual de la Deuda (MYRA) a mediados del decenio de 1980, pero tras el fracaso de tres acuerdos, regresó a períodos de reprogramación más cortos. En 1985, Ecuador obtuvo un MYRA por un período de tres años de reprogramación, exigiéndosele sólo durante los dos primeros años un acuerdo de derecho de giro con el FMI; para el tercer año, se aceptaron procedimientos de vigilancia reforzada por parte del Fondo. Sin embargo, factores exógenos adversos — como la caída en los precios del petróleo y los desastres naturales — impidieron a Ecuador cumplir con los términos del acuerdo (véase Yepes, 1992).
- 9/ Pero para algunos países de ingreso medio, el pago de intereses sobre los vencimientos contractuales no fueron consolidados (Trinidad y Tabago en 1989 y 1990), o sólo parcialmente consolidados (Brasil en 1988), y se ha dado a veces bajo la forma de una disminución escalonada (México en 1989).
- 10/ El acuerdo alcanzado con el Perú, en lo formal, no afecta la fecha límite, sino que aplaza más allá del período de consolidación los atrasos que se han producido posteriormente a dicha fecha. El pago de estos atrasos reprogramados se hará en el curso de cinco años y medio, con un período de gracia de seis meses.
- 11/ En correspondencia con la cumbre de Toronto, donde participaron los siete principales países industrializados, en junio de 1988, el Club de París adoptó un conjunto de opciones a elección de los países acreedores en la reprogramación de la deuda oficial de las naciones de bajos ingresos. Se decidió que los países acreedores podrían elegir entre: a) castigos parciales: cancelándose un tercio del servicio impago de la deuda durante el período de consolidación, y el resto se reprograma con un vencimiento a 14 años, incluyendo un

- período de gracia de ocho años y tasas de interés del mercado; b) período de pago más largo: el servicio de la deuda se reprograma a tasas de interés del mercado con un vencimiento a 25 años, incluyendo 14 años de gracia; c) tasas de interés privilegiadas: el servicio de la deuda se reprograma a tasas de interés del mercado, reducidas en 3,5 puntos porcentuales ó 50%, dependiendo de cuál sea menor, y con un vencimiento a 14 años, incluyendo ocho años de gracia. Para los préstamos oficiales de ayuda al desarrollo, se acordó aplicar un vencimiento a 25 años, incluyendo 14 años de gracia, independientemente de la opción elegida, con una tasa de interés tan baja como la tasa original.
- 12/ Al tomar una decisión acerca de la elegibilidad para ser acogido por los términos de Houston sobre una base caso a caso, el Club de París toma en cuenta tres criterios: ingreso por habitante, relación deuda bilateral/deuda con la banca comercial, y problemas de la deuda y de su servicio, medida en relación deuda/PGB, deuda/exportaciones y servicio programado de la deuda/exportaciones.
- 13/ Se ha fijado un techo en el monto de la deuda no concesionaria factible de conversión de un 10% de la principal o de 10 millones de dólares, dependiendo de cuál sea mayor. En algunos casos, este último techo se ha incrementado a 20 millones de dólares.
- 14/ En el caso de Bolivia, las renegociaciones de la fecha de cobertura con el Club de París concluyeron en 1986 y 1988; en el caso de la Argentina, en 1985 y 1987.
- 15/ Para un análisis de los procedimientos de reorganización de la deuda en los Estados Unidos y su importancia en la estrategia internacional relativa a la deuda, véase UNCTAD, 1986, anexo al capítulo VI.
- 16/ En la Segunda Conferencia de las Naciones Unidas para los países menos desarrollados, en septiembre de 1990, los Países Bajos propusieron la cancelación de toda la deuda oficial bilateral de los países menos desarrollados y de otros países con bajos ingresos que enfrentaban severos problemas relacionados con la deuda. Esta cancelación sería gradual y estaría condicionada a la puesta en práctica por parte de los países deudores de políticas económicas prudentes, en el contexto de los programas del FMI. Poco tiempo después, en la Reunión de Ministros de Finanzas de la Comunidad de Naciones, realizada en Trinidad y Tabago, el Reino Unido propuso que los acreedores del Club de París, en una sola operación, cancelaran dos tercios del monto de la deuda de países seleccionados, y que la deuda restante se reprogramara a 25 años (incluyendo cinco años de gracia), capitalizando el pago de los intereses para los primeros cinco años. La reprogramación debería depender de la capacidad de exportación del país deudor. Hasta octubre de 1991, esta proposición, conocida como proposición de Trinidad, estaba aún sometida a discusión en el Club de París.

**Cuadro 1**  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA CON LOS ACREEDORES DEL**  
**CLUB DE PARIS, 1982 Y 1989<sup>a/</sup>**  
*(miles de millones de dólares y porcentajes)*

Países	1982		1989	
	Monto	Deuda de largo plazo [%]	Monto	Deuda de largo plazo [%]
Argentina	4,3	15,7	6,6	13,0
Brasil	12,6	16,4	18,0	19,6
Bolivia	0,8	26,0	1,4	36,0
Colombia	1,7	24,0	3,7	24,5
Costa Rica	0,4	16,0	1,1	28,2
Cuba	0,8	51,8 <sup>b/</sup>	0,5	40,6 <sup>b/</sup>
Chile	1,2	9,2	2,0	13,1
Ecuador	1,3	28,9	2,0	20,6
El Salvador	0,3	25,0	0,8	44,4
Guatemala	0,3	23,0	0,4	16,0
Guyana	0,2	25,0	0,8	22,2
Haití	0,1	20,0	0,2	25,0
Honduras	0,4	23,5	0,8	25,0
Jamaica	0,8	29,6	1,8	42,8
México	5,2	8,9	11,0	14,2
Nicaragua	0,4	9,7	0,7	8,0
Panamá	0,2	4,0	0,2	3,7
Paraguay	0,2	18,0	0,6	18,0
Perú	2,8	33,0	4,4	30,5
República Dominicana	0,9	32,2	1,3	39,4
Trinidad y Tabago	0,5	41,7	0,7	33,0
Uruguay	0,2	10,0	0,2	5,7
Venezuela	1,5	9,8	1,8	7,9
<b>Total América Latina y el Caribe</b>	<b>38,0</b>	<b>15,1</b>	<b>61,0</b>	<b>16,4</b>

Fuente: OCDE, *Financing and external debt of developing countries*, Informe de 1990, Viena, 1990.

a/ Deuda con o avalada por los gobiernos u organismos internacionales de los países del OCDE.

b/ Como porcentaje de la deuda de largo plazo en moneda convertible.

Cuadro 2  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: REPROGRAMACIONES MULTILATERALES OFICIALES DE LA DEUDA,  
 1983-OCTUBRE 1991**

	Argentina	Bolivia	Brasil	Costa Rica	Cuba	Chile	Ecuador	El Salvador
<b>Fecha reunión:</b>								
I	01/1985	07/1986	11/1983	01/1983	02/1983	07/1985	07/1983	09/1990 <sup>c/</sup>
II	05/1987	11/1988	01/1987	04/1985	07/1984	04/1987	04/1985	
III	12/1989	03/1990 <sup>b/</sup>	07/1988	05/1989	07/1985		01/1988	
IV	09/1991			07/1991	07/1986		10/1989	
<b>Fecha límite:</b>								
I	10/12/83	31/12/85	31/03/83	01/07/82	01/07/82	01/01/85	01/01/83	01/09/90 <sup>c/</sup>
II	10/12/83	31/12/85	31/03/83	01/07/82	01/07/82	01/01/85	01/01/83	
III	10/12/83	31/12/85 <sup>b/</sup>	31/03/83	01/07/82	01/07/82		01/01/83	
IV	10/12/83			01/07/82	01/07/82		01/01/83	
<b>Periodo de consolidación (meses):</b>								
I	12	12	17	18	15	18	12	13
II	14	13	6	15	12	21	36	
III	15	24 <sup>a/</sup>	20	14	12		14	
IV	9			9	12		14	
<b>% principal e intereses consolidado<sup>d/</sup></b>								
<b>Principal</b>								
I	90	100	85	85	95	65	85	100
II	100	100	100	90	100	85	100-70	
III	100	100	100	100	100		100	
IV	100			100	100		100	
<b>Interés</b>								
I	90	100	85	85			85	
II	100	100	70	90			100	
III	100	100		100			100	
IV	100			100	100		100	

Cuadro 2 (continuación)

	Argentina	Bolivia	Brasil	Costa Rica	Cuba	Chile	Ecuador	El Salvador
<b>Tipo deuda consolidada<sup>e/</sup></b>								
<b>Contractual</b>								
I	PIA	PIAL	PIA	PIA	PA	P	PI	PIA
II	PIAL	PIA	P	PIAL	PA		PAp	
III	PIA	PI	PI	PIAL	PIA		PIA	
IV	PIA			PIA	PI		PIA	
<b>DRP</b>								
I								
II	P. (IA)	PIAL	(Ap)	AL	PI		PIA	
III	(PI)	PI		PI			(PIA)	
IV								
<b>Periodo de gracia (años/mes):</b>								
I	5/0	5/0	4/0	3/9	2/8	2/10	3/0	7/11
II	4/11	5/11	3/0	4/11	4/6	2/7	3/0	
III	5/9	Térm. Toronto	5/0	4/11	5/6		4/11	
IV	6/3			5/0	5/6		5/11	
<b>Plazo reembolso (años/mes):</b>								
I	4/6	+	+	4/6	4/6	3/6	4/6	6/6
II	4/6	3/6	2/6	4/6	4/0	3/6	4/6	
III	3/6	Térm. Toronto	4/6	4/6	4/0		4/6	
IV	3/9			4/6	4/0		3/6	
<b>Cláusula de buena voluntad:</b>								
I	no	sí	no	sí	sí	no	no	no
II	no	sí	no	sí	sí	no	no	no
III	sí	sí	sí	sí	sí		no	
IV	sí			sí	sí		no	
<b>Monto reprogramado (millones dólares):</b>								
I	2.040	449	2.337	415	415	146	142	143
II	1.260	226	3.800	166	250	157	450	
III	2.450	276	4.992	182	150		438	
IV	n.d.			n.d.			397	

Cuadro 2 (continuación)

	Guyana	Honduras	Jamaica	México	Panamá	Perú	República Dominicana	Trinidad y Tabago
<b>Fecha reunión:</b>								
I	05/1989	09/1990 <sup>c/</sup>	07/1984	06/1983	09/1985	07/1983	05/1985	01/1989
II	09/1990 <sup>b/</sup>		07/1985	09/1986	11/1990	06/1984 <sup>c/</sup>		04/1990
III			03/1987	05/1989		09/1991 <sup>c/</sup>		
IV			10/1988					
V			04/1990					
VI			07/1991 <sup>c/</sup>					
<b>Fecha límite:</b>								
I	31/12/88 <sup>b/</sup>	01/06/90	01/10/83	20/12/82	01/01/85	01/01/83	30/06/84	01/09/88
II	31/12/88 <sup>b/</sup>		01/10/83	31/12/85	01/01/85	01/01/83 <sup>c/</sup>		01/09/88
III			01/10/83	31/12/85		01/01/83 <sup>c/</sup>		
IV			01/10/83					
V			01/10/83 <sup>c/</sup>					
VI			01/10/83 <sup>c/</sup>					
<b>Periodo de consolidación (meses):</b>								
I	14	11	15	6	16	12	15	14
II	35 <sup>a/</sup>		12	18	17	15		13
III			15	36 <sup>a/</sup>		14		
IV			18					
V			18					
VI			13					
<b>% principal e intereses consolidado d/</b>								
<b>Principal</b>								
I	100	100	100	90	50	90	90	100
II	100		100	100	100	90		100
III			100	100		100		
IV			100					
V			100					
VI			100					

Cuadro 2 (continuación)

	Guyana	Honduras	Jamaica	México	Panamá	Perú	República Dominicana	Trinidad y Tobago
<b>Interés</b>								
I	100	100	50	60	100	90	90	
II	100		50	100-80		90		
III			85			100		
IV			100					
V			100					
VI			100					
<b>Tipo deuda consolidada<sup>a/</sup></b>								
<b>Contractual</b>								
I	PI/AVI	PIAL	PIA	PAT	P	PIA	PIA	PA
II	PIAL		PI	PI	PIAL	PI/A		P
III			PIA			PI/A <sup>b/</sup>		
IV			PI			PI/A <sup>b/L</sup>		
V			PI					
VI			PI					
<b>DRP</b>								
I								
II	PIA				PIAL			
III								
IV								
V								
VI								
<b>Periodo de gracia (año/mes):</b>								
I	9/11	8/1	3/11	3/0	2/10	3/0	4/11	4/11
II			4/0	4/0	4/10	4/11		4/11
III	Tém. Toronto		4/11	6/1		7/11 <sup>w</sup>		5/0
IV			4/8					
V			4/8					
VI			5/11					

Cuadro 2 (final)

	Guyana	Honduras	Jamaica	México	Panamá	Pará	República Dominicana	Trinidad y Tabago
<b>Plazo reembolso (año/mes):</b>								
I	9/6	6/6	4/6	4/6	4/6	4/6	4/6	4/6
II	Térn. Toronto		5/6	4/6	4/6	3/6		4/6
III			4/6	3/6		6/6		
IV			4/6					
V			4/6					
VI			9/6					
<b>Cláusula de buena voluntad:</b>								
I	no	si	si	no	no	si	si	si
II	si		si	no	si	no	no	no
III			si	si		si		
IV			si			si		
V			si			si		
VI			no					
<b>Monto reprogramado (millones dólares):</b>								
I	195	280	105	1,199	19	466	290	209
II	123		62	1,912	n.d.	704		110
III			124	2,400		5,900		
IV			147					
V			179					
VI			n.d.					

Fuente: Paris Club Agreed Minutes.

Nota: El período de gracia se inicia al final del período de consolidación. n. d. = no disponible. a/ Reprogramación multianual; b/ beneficiarios de las medidas de alivio de la deuda en la Cima de Toronto; c/ Términos de Houston; d/ Términos de vencimientos corrientes; e/ estándares corrientes para vencimientos no provenientes de consolidaciones previas; f/ incluye 70% de interés por mora; g/ atrasos posteriores a la fecha límite también se han reprogramado, con un período de gracia de 6 meses y repago de 5,5 años; h/ no aplicables a interés por mora. P=Principal (deuda mediano y largo plazo); Pt=Principal (deuda todos vencimientos); I=Interés (deuda mediano y largo plazo); It=Interés (deuda todos vencimientos); A= Atrasos sobre principal e interés (todos vencimientos); Ap=Atrasos principal (largo y mediano plazo); L=Interés atrasado.

Cuadro 3  
**AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DURACION DE LOS PERIODOS DE  
CONSOLIDACION EN LOS ACUERDOS DEL CLUB DE PARIS,  
1983-OCTUBRE 1991**

	Meses							Duración promedio (meses)
	6-9	11-12	13-15	16-18	20-21	24	35-36	
<b>Número de acuerdos</b>								
1983	1	1	2	2	—	—	—	13
1984	—	1	2	—	—	—	—	14
1985	—	3	2	2	—	—	1	17
1986	—	2	1	—	—	—	—	13
1987	1	—	2	—	1	—	—	14
1988	—	—	2	1	1	—	—	17
1989	—	—	5	—	—	—	1	18
1990	—	1	3	1	—	1	1	18
1991 <sup>a/</sup>	2	—	2	—	—	—	—	11
<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>16</b>

Fuente: UNCTAD.

a/ Hasta octubre

### Bibliografía

- De Freitas, Carlos E. (1992) "Breve historia de las moratorias brasileñas", en este mismo volumen.
- Johnson, G., M. Fisher y E. Harris (1990), *Officially supported export credits*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Kuhn, M. y J. Guzmán (1990), *Multilateral official debt rescheduling: Recent experience*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- OCDE (1990), *Financing and external debt of developing countries*, informe 1990, Viena.
- O'Connell, Arturo (1992) "Mora con las Instituciones Financieras Internacionales", en este mismo volumen.
- Sevigny, D. (1990), *The Paris Club: An inside view*, North-South Institute, Ottawa, Canadá.
- UNCTAD (1986), *Trade and Development Report*, Washington, D.C.
- Yepes, Mauricio (1992), "La moratoria ecuatoriana", en este mismo volumen.

# MORA CON LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

*Arturo O'Connell*

## Introducción

En estos últimos tiempos se ha puesto de moda, en particular en el caso de América Latina, hablar de “la época post-deuda”. Para muchos observadores, pareciera haber dejado de existir una crisis del endeudamiento en la región. Ajustadores exitosos han sido habilitados por las operaciones del Plan Brady y, mejor aún, por mediocres renegociaciones que incluyen cantidades apreciables de dinero fresco de la banca comercial, como premio por su buen comportamiento.

De acuerdo con este optimista punto de vista, si es que aún existe una crisis de la deuda, ello sólo se debe a que algunos países con economías enfermas, como son los casos de la Argentina y del Brasil, se resisten a recuperarse recurriendo a políticas macroeconómicas adecuadas y a ajustes postergados por largo tiempo.

Tal cuadro optimista sólo corresponde de manera parcial a la realidad. Todos los países latinoamericanos continúan abrumados por el peso del servicio de la deuda, que repercute no sólo en su disponibilidad de divisas, sino también (situación que afecta con mayor fuerza a algunos de los países morosos) en su presupuesto fiscal.<sup>1/</sup> La relación deuda capital continúa siendo considerablemente elevada, e incluso aquellos países que se han sometido al Plan Brady tendrán graves dificultades para zanjar la brecha externa e interna si no reciben, en circunstancias excepcionales, ayuda consistente en capitales itinerantes.

Para más de un país en América Latina, incluyendo los mayores como la Argentina y el Brasil, el recurso a la mora —una forma de buen tono para no cumplir con sus compromisos de servicio de la deuda— se ha convertido en un ingrediente esencial de su economía externa e interna.

La mayor parte de los países, incluyendo los dos antes mencionados, ha intentado concentrar sus atrasos en la banca comercial, y no siempre sus acreedores bilaterales participan en las reuniones de renegociación del Club de París, trayendo como resultado el hecho de que un número cada vez mayor de países (y por montos crecientes) ha caído en mora con organismos multilaterales.

Tras años de financiamiento a través de la transferencia negativa de recursos a la banca comercial, la deuda con las instituciones financieras internacionales (IFI) se ha constituido en una significativa proporción de la deuda externa total. Tal es el caso, bastante conocido, de los países menos desarrollados de la región Sud Sahariana de Africa y de Asia; pero, en los últimos años, también es la situación de muchos países de América Latina, incluyendo los principales deudores. Por una parte, el servicio de estas deudas, con sus rígidos plazos de amortización, constituye una proporción considerable de su servicio total de la deuda. Por la otra, los montos involucrados han llegado a constituir una proporción importante de las carteras de las IFI.

La política implícita seguida por las instituciones financieras internacionales ha consistido en generar un rápido aumento de nuevos préstamos brutos (o desembolsos), con el fin de evitar cualquier problema de transferencia para los países receptores. De hecho, como se sabe, al iniciarse la crisis del endeudamiento, y durante algunos años, los préstamos provenientes de las IFI fueron suficientes para generar una transferencia de recursos positiva, compensando (aunque sólo de manera parcial) las afluencias negativas con la banca comercial.

Las elevadas tasas de interés han ido provocando con este recurso de escape una incapacidad cuantitativa cada vez mayor, lo cual sólo podría resolverse si los recursos a disposición de las IFI experimentaran un rápido incremento, y desde un punto de vista macroeconómico esta salida no sería poco razonable, ya que, después de todo, los recursos de las IFI en relación con la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) o con el producto interno bruto (PIB) mundial nunca han sido más bajos. Además, reciclar, a costas del deudor, la transferencia negativa de recursos al mundo desarrollado a través de la banca comercial por este otro canal, en principio, no significaría un sacrificio tan grande para el connotado contribuyente de los países industrializados. Pero también se sabe hasta qué punto las operaciones fiscales han llegado a ser poco elegantes, tanto en los países industrializados como en aquellos en vías de desarrollo. Por todo ello, el incremento de recursos debe descartarse como solución al problema.

Además de lo anterior, el hecho de incrementar con un ritmo mayor los recursos de las IFI, en circunstancias del debilitamiento financiero de los Estados Unidos, amenaza la ley del más fuerte que, a nivel financiero internacional, se estableció tras la Segunda Guerra Mundial, debido a que bajo tales condiciones los Estados Unidos son reticentes a participar en incrementos de recursos, los que serían absorbidos por los japoneses, trayendo consigo una creciente participación del Japón en el derecho de voto.

Debido a la insuficiencia de los nuevos préstamos para revertir el servicio de la deuda de rápido incremento, las IFI, por iniciativa propia, han estado generando una transferencia neta negativa de recursos. En estas circunstancias, se podría recurrir a la modalidad utilizada en el último decenio por la banca comercial para conservar a los deudores actuales.

Sin embargo, el entorno internacional, más el fuerte deterioro de las prácticas habituales, hace extremadamente difícil enfrentar las moratorias con las IFI. No existe nada similar a la aceptada política de repactación de amortizaciones que se verifica en las negociaciones con la banca comercial, así como tampoco existe una práctica de repactación de los intereses adeudados, como en el caso de las renegociaciones del Club de París.

Como consecuencia de lo anterior, la mora con las IFI se ha convertido en una preocupación creciente, aun cuando hasta hoy sólo ha involucrado a países relativamente pequeños, con montos reducidos de obligaciones vencidas. Sin embargo, no hay razón para pensar que algunos de los deudores mayores no puedan acumular atrasos en estos pagos, ya que, en términos de sus economías, los montos acumulados se han incrementado.

De acuerdo con el tema sugerido por los editores de este volumen, en este documento examinamos el panorama que se esconde tras el problema de la deuda en América Latina —por así decirlo, el lado oculto de la luna—, donde los deudores no están cumpliendo sus obligaciones, dejando que éstas aumenten, ante la disyuntiva de tener que enfrentar la enorme cantidad de necesidades insatisfechas de su población.

Visto desde esta perspectiva, no se puede descartar la posibilidad de una mayor acumulación de deudas morosas con las IFI en los países de América Latina, así como en otras naciones del Tercer Mundo. Si la situación empeora, los miembros de estas instituciones financieras se verán enfrentados a una nueva y problemática situación. La crisis de la deuda, desencadenada en 1982 por la amenaza de bancarrota en masa de la banca comercial, tras años de traspasar capitales de riesgo de la banca privada a instituciones públicas, podría volver a estallar con la bancarrota de hecho de las IFI.

## I. La deuda con las instituciones financieras internacionales

En el contexto de una dilatada crisis de la deuda externa y de los problemas de acumulación de obligaciones impagas, la deuda y el servicio de la misma a las IFI se está convirtiendo rápidamente en una carga de proporciones para las economías grandes y pequeñas de los países latinoamericanos. Además, mientras al comienzo de la crisis la transferencia de recursos de las IFI fue positiva, compensando así de manera parcial la salida neta generada por la banca comercial, en estos últimos años dicha transferencia se ha tornado claramente negativa.

### 1. Volumen creciente de la deuda con las IFI y crédito bruto en relación con los totales

Al hacer un análisis de la deuda externa por grupo de acreedores de América Latina, se pone en evidencia la elevada participación de la banca comercial. En efecto, para 1989, mientras entre los países en vías de desarrollo en general la deuda con la banca comercial fue inferior al 45 por ciento del total, en el caso del hemisferio occidental la proporción de la deuda con la banca comercial llegó casi al 60 por ciento (cuadro 1).

En el porcentaje antes señalado predomina el caso de los cuatro principales deudores (Argentina, Brasil, México y Venezuela), para los cuales la deuda con la banca comercial representa casi dos tercios de su deuda externa total. Además, otros países de América del Sur, de América Central y del Caribe — que representan cerca del 27 por ciento de la deuda total — tienen una proporción de créditos oficiales que, incluyendo la asistencia oficial para el desarrollo (AOD), es superior al promedio para los países en vías de desarrollo en general. En el caso de estos tres grupos de países latinoamericanos, la deuda con las IFI supera el 25 por ciento de la deuda externa pendiente total. En efecto, hacia fines de 1989, para América Latina en su conjunto la proporción de la deuda con las IFI fue levemente inferior a la correspondiente a los países en vías de desarrollo en general.

Como en el caso de los países en vías de desarrollo en general, la deuda con las IFI en la Región está incrementándose más rápidamente que el resto. De hecho, tal como se observa en el cuadro 2, mientras en 1980 la deuda con las IFI correspondía a sólo 6,4 por ciento de la deuda pendiente total, hacia 1989 este porcentaje aumentó a 16,6 por ciento del mismo total. En el caso de América Latina, y en relación con la deuda pendiente total, la deuda con las IFI se ha triplicado, mientras que para los países en vías de desarrollo en su conjunto, esta deuda sólo se ha duplicado.

Como se desprende del cuadro 3, mientras en 1980 la deuda con las IFI ya constituía una proporción significativa de la deuda pendiente total para los países de América Central y del Caribe, no lo era para los otros dos grupos de países en la Región. Pero en el caso de los cuatro principales deudores, ésta experimentó una verdadera explosión, que incluso fue mayor para tres de ellos, si se toma en cuenta el hecho de que Venezuela no pidió ningún préstamo a las IFI hasta 1990.

El crecimiento del peso relativo de la deuda con las IFI ha sido consecuencia del súbito incremento de su participación en el crédito bruto y neto. Mientras a comienzos del decenio de 1980 el crédito bruto por parte de las IFI correspondió sólo al 7,5 por ciento del crédito bruto total, hacia 1989 superó el 34 por ciento de los desembolsos de todos los acreedores. En términos de créditos netos — desembolso menos amortización — se incrementó de manera significativa la importancia de las IFI. En efecto, en 1989 constituyeron casi las tres cuartas partes del total de la afluencia neta hacia los países de América Latina (cuadro 4).

En cierto sentido, tal parece que la situación ha dado una vuelta completa. Excluyendo los créditos de la banca comercial y los mercados de valo-

res, la deuda que impedía el acceso de los países en vías de desarrollo al financiamiento internacional, una vez más se está canalizando sobre todo a través de los acreedores oficiales, entre ellos las IFI, tal como sucedía antes del decenio de los años setenta.

Como consecuencia de su participación creciente en la deuda pendiente total, así como debido a que no se llevaron a cabo las reprogramaciones de la misma, hacia fines del decenio de 1980 la proporción del servicio total de la deuda ascendió a cerca del 25 por ciento del total. Incluso entre los cuatro principales deudores, en el caso de la Argentina se observa una proporción del servicio de la deuda con las IFI superior a un tercio. En otras subregiones, estas proporciones fueron mucho mayores: 43 por ciento en América Central y 48 por ciento en el Caribe. Nueve de los 25 países contemplados en los cuadros del Banco Mundial tenían comprometida más de la mitad del servicio de su deuda con las IFI (cuadro 5).

## **2. Transferencia neta negativa de recursos en relación con las IFI**

En los inicios de la crisis de la deuda latinoamericana, que comenzó en agosto de 1982 con las dificultades que tuvo México para cumplir con sus obligaciones externas, la transferencia neta negativa de recursos se concretó de manera exclusiva a las relaciones con la banca comercial. Ello fue consecuencia de la súbita paralización de los créditos otorgados por la banca comercial basados en el mercado, en un contexto de crecientes problemas para cubrir el servicio de la deuda, producto del aumento de las tasas de interés y de la acumulación de los vencimientos de corto plazo.

En efecto, hasta 1986 los acreedores oficiales fueron generando una transferencia positiva que compensó —aunque de manera parcial— aquellas transferencias negativas. Sin embargo, a comienzos de 1987, las IFI también comenzaron a generar una transferencia neta negativa de recursos, en la medida en que el servicio de las deudas anteriores fue superado por nuevos créditos. En el período 1984-89, el servicio de la deuda a las IFI comenzó a crecer a un 13 por ciento anual, en tanto que los desembolsos se estancaron en cerca de 9.000 millones de dólares por año, y en algunos casos fueron inferiores a esa cifra (cuadro 6).

Además, hubo un vuelco generalizado hacia una transferencia neta de recursos negativa por parte de las IFI, recayendo sobre América Latina en su conjunto. En efecto, las dos subregiones más endeudadas con las IFI, ya en 1986 experimentaron transferencias netas de recursos negativas (cuadro 7).

Las cifras que se presentan en el cuadro 8 demuestran que la transferencia neta de recursos negativa se generó a comienzos de 1987, tanto a nivel de los bancos de desarrollo multilaterales (BDM) como del Fondo Monetario Internacional (FMI). Por una parte, sin embargo, el comportamiento de los BDM fue mucho más estable durante el decenio de 1980. Por la otra, las transferencias procedentes del FMI fueron elevadas y positivas en el bienio 1983-84, para caer rápidamente y tornarse negativas ya hacia 1986. Por cierto, tal comportamiento responde al carácter de las operaciones del FMI, que en sus operaciones contingentes normales concede préstamos (formalmente,

compra de divisas locales que deben readquirirse en fecha posterior) sólo por un período de tres años.

En resumen, los países en vías de desarrollo abrumados por el peso de la deuda, y entre ellos las naciones de América Latina, han traspasado sus obligaciones de la banca comercial a las IFI, y con ello sólo han podido comprobar que la principal vía de financiamiento internacional que les queda, también les está dando una transferencia neta de recursos negativa.

## II. El problema de la mora con las instituciones financieras internacionales

Las instituciones financieras internacionales (IFI) por lo general se han visto favorecidas con la preferencia de hecho por la posición del acreedor. Mientras los países en vías de desarrollo se retrasaban en sus pagos e incluso se declaraban formalmente en moratoria parcial — como en los casos del Brasil, en 1987, o del Perú, a comienzos de 1985 —, excepto en el caso de desfases menores, intentaron mantener sus obligaciones del servicio de la deuda con las IFI. Sin embargo, en el contexto de un problema cada vez mayor de servicio de la deuda con estas instituciones, y ante la emergencia de transferencias netas de recursos negativas, casi no sorprende que tan pocos países latinoamericanos hayan tenido retrasos con estas instituciones y no sólo con la banca comercial o con los acreedores del Club de París.

El problema ha llegado a ser lo suficientemente serio como para concitar la atención de directores y administradores de estas instituciones, llevándolos a tomar algunas decisiones políticas en este sentido.

### 1. Acumulación de retrasos con las IFI

A fines de 1989, los retrasos totales acumulados con el FMI y el Banco Mundial (BM) — incluyendo la Agencia para el Desarrollo Internacional (AID) — ascendía a 4.307 millones de dólares por parte de aquellos países catalogados como no redituables (aquellos con más de seis meses de atraso) por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), mientras que, con el FMI, estos atrasos ascendían a 2.658 millones de dólares. De los nueve países involucrados, cinco de ellos eran latinoamericanos: Guyana, Honduras, Nicaragua, Panamá y Perú, sumando el 50 por ciento de los atrasos. Sólo el Perú representaba más de un tercio del monto total.

En el curso de 1990, Guyana y Honduras se pusieron al día en sus pagos, pero Guatemala e Iraq ingresaron al grupo de países no redituables de acuerdo con la catalogación del BIRF, con lo que el número de países se mantuvo.

El aumento de los retrasos constituye un fenómeno rápido y relativamente reciente. En el caso del FMI, en 1986-87 hubo ocho países en mora, aumentando a nueve en 1988 y a once en 1989. En este mismo período, los países

no habilitados aumentaron de cuatro a ocho, de los cuales tres eran latinoamericanos. Los atrasos totales se incrementaron de 489 millones de derecho especial de giro (DEG), en 1986, a 1.945 millones de DEG, en 1988, 2.801 millones de DEG, en 1989, y a 3.250 millones de DEG hacia el mes de marzo de 1990. Además, para el bienio 1990-92, el servicio de la deuda de esos once países con atrasos se incrementará en 1.500 millones de DEG más, de los cuales, 500 millones corresponderán a recompras y 1.000 millones a cargos y pago de intereses.<sup>2/</sup> En 1990, Guyana y Honduras lograron saldar sus cuotas atrasadas, y hacia abril de 1991 se suponía que Zambia estaría en condiciones de que aceptaran su programación. Al mismo tiempo, sin embargo, cayó en mora la República Dominicana y Zaire.

En el caso del Banco Mundial, el primer país que tuvo atrasos persistentes por más de 180 días fue Nicaragua, hecho que se produjo en diciembre de 1984. Hacia 1988, otros siete países se encuentran en el mismo caso de Nicaragua, cayendo en la categoría de países no redituables; entre ellos se encontraban Guyana, Panamá y Perú, sumándose posteriormente Honduras (que, junto con Guyana, resolvió su situación a mediados de 1990) y Guatemala.

Hacia mediados de 1990, los desembolsos y préstamos de consideración destinados a países no redituables totalizaban el 3,2 por ciento de la cartera del Banco Mundial. Además, a comienzos de los años noventa, había unos 40 países más que presentaban atrasos superiores a 30 días. En 1989, los así llamados efectos en cobro — atrasos promedio superiores a 30 días pero inferiores a 180 — habían aumentado de 32 millones de dólares, en 1985, a 233 millones de dólares. El ingreso neto para el año fiscal 1990 (1º de julio de 1989-30 de junio de 1990) disminuyó en cerca de 248 millones de dólares como consecuencia de pérdida de ingresos y asignaciones. Las reservas acumuladas para posibles pérdidas por concepto de préstamos aumentó a 1.250 millones de dólares, equivaliendo a más del 43 por ciento del capital en circulación por préstamos no redituables.

En relación con los países atrasados, pero no lo suficiente como para ser catalogados como no redituables, se observó que unos 17 países tuvieron atrasos significativos por más de un mes, al menos durante el 50 por ciento del tiempo. Entre ellos, figuraban algunos de los principales deudores del Banco Mundial, sumando en conjunto cerca del 30 por ciento de la cartera total del BIRF.

En el caso del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), hacia el 31 de diciembre de 1989 Honduras, Nicaragua, Panamá y Perú habían caído en moras de cierta magnitud (como ya se ha mencionado, Honduras compensó todos sus atrasos a mediados de 1990).

## **2. Políticas en relación con los retrasos**

La respuesta de las IFI al incremento de los retrasos ha consistido sobre todo en medidas de tipo represivo, introduciéndose también medidas para salvaguardar su posición financiera.

El FMI ha adoptado una serie de medidas catalogadas como preventivas, así como medidas de disuasión. Las primeras están dirigidas a asegurar que se ha hecho una adecuada evaluación de la capacidad de pago de las obligaciones con el FMI por parte de los países deudores. También se han realizado esfuerzos para lograr una mayor formalidad en relación con el perfil adecuado de los deudores, según los criterios del FMI, como la norma introducida en el comunicado del Comité Interino de septiembre de 1988. Medidas adicionales asegurarán que el uso prolongado de los recursos del Fondo estarán limitados en el tiempo.<sup>3/</sup> Las medidas de disuasión se refieren a un calendario más estricto de sanciones para aquellos países que caen en mora.

Antes de que se introdujeran estas nuevas medidas, se realizaban cinco revisiones de las circunstancias del país en cuestión, y podían transcurrir hasta dos años entre el primer atraso y la declaración de inhabilitación. De acuerdo con el nuevo calendario, se declara la inhabilitación tras doce meses de retraso. El director administrativo ha declarado con énfasis que este lapso no debe considerarse como un período de gracia, por lo que, en consecuencia, se puede adoptar antes el criterio de inhabilitación.

Pero la medida más importante de disuasión consiste en la introducción de la Tercera Enmienda del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. Bajo estas nuevas provisiones, incorporadas al Artículo XXVI, Sección 2, tras un período de inhabilitación se suspenderá el derecho de voto. Además, la suspensión sólo requerirá el 70 por ciento de los votos, en lugar de la medida de expulsión, que necesita una mayoría del 85 por ciento. Los Estados Unidos también lograron condicionar la aprobación de la IX Revisión General de Cuotas para la aceptación de esta Enmienda.

Desde el punto de vista de su repercusión financiera, el FMI introdujo un incremento de 0,35 por ciento en los cargos a los deudores netos, y una reducción en la remuneración pagada a los acreedores netos. Además, se ha proyectado la venta de tenencias en oro hasta 3.000 millones de onzas, para asegurar así el repago a los acreedores del Servicio Ampliado del Fondo (SAF). Asimismo, ya en febrero de 1986, el FMI comenzó a aplicar cargos adicionales sobre los servicios impagos, práctica que no siguieron otras instituciones financieras internacionales. Esta es una medida muy controvertida pues no asegura que logrará incentivar a los países para no caer en atrasos, constituyéndose más bien en otra barrera para la puesta al día de aquellos países que involuntariamente han caído en mora. Estos cargos adicionales, que se han generalizado, significan un mayor costo en el uso de los recursos del Fondo para los países en vías de desarrollo.

El Banco Mundial recurrió a la política de suspender los desembolsos tras 75 días de no pago del servicio de la deuda (60 días, más 15 días adicionales tras la notificación formal). Bajo el nuevo reglamento, cuando el prestatario tiene más de 30 días de retraso en sus pagos, no se proponen nuevos préstamos al Consejo del Banco. Además, el aviso de suspensión (que concede 15 días para aclarar la situación de retraso), se envía cuando los atrasos se han acumulado durante 45 días, llevando el período de suspensión de desembolsos a 60 días. Además, para impedir que este período se utilice automáticamente como período de gracia, el Banco otorga un descuento de 50 puntos a

aquellos países que por un lapso de seis meses han tenido atrasos inferiores a 30 días.

El BM sitúa en la categoría de no redituable a aquellos países que tienen atrasos superiores a 180 días, no acumulándose más intereses por cuenta del Banco, y en el caso en que éstos se hayan acumulado con anterioridad, se eliminan, sufriendo las consecuencias ya descritas sobre el ingreso reportado. Además, a partir de 1986 se inició una medida preventiva contra pérdidas, que se aplicó por primera vez sólo a Nicaragua, con una tasa de 20 por ciento anual. Pero en 1988, cuando otros siete países ingresaron a la categoría de no redituables, se tomó la decisión de introducir mayores medidas preventivas contra pérdidas sobre una base consolidada.

Las sanciones y medidas preventivas pretenden imponer más disciplina a los prestatarios, así como aminorar los problemas que se producen en los mercados financieros con los compromisos de los bancos de desarrollo multilaterales (BDM). Para aquellos países que a fines de 1989 habían caído en atrasos prolongados, debieron contemplarse otras medidas, involucrando en ellas movimientos de fondos.

Tanto las políticas del FMI como las del BM incluyen un período bastante prolongado que el BM denomina "período de desempleo", durante el cual el país en mora sigue un programa aprobado por el Fondo. Este programa, más el procesamiento de los préstamos por parte del Banco (con desembolsos efectivos a consecuencia de los atrasos) ayudarán al refinanciamiento de grupos consultivos o de apoyo. En efecto, estos grupos, presididos por algún acreedor oficial, están concebidos como medios para conseguir financiamiento, con el propósito de asegurar que se cubran las necesidades vigentes del prestatario, incluyendo el servicio de obligaciones actuales con las IFI.

Transcurrido este período, se supone que el país en vías de desarrollo estará en condiciones de recuperar su prestigio ante la comunidad financiera internacional, preparándose para la puesta al día en los atrasos con las IFI y su posible total acceso a sus recursos.

El FMI ha dado un carácter formal a esta modalidad, denominándola "el enfoque de derechos" de amortización, según la cual, el buen comportamiento del país durante este período permite — tras la cancelación de los atrasos — adquirir derechos acumulativos para recibir préstamos del Fondo por un monto al menos igual a los atrasos acumulados antes del inicio del programa. En el caso del Banco Mundial, las operaciones de crédito aprobadas por el Consejo pueden materializarse tras la liquidación de atrasos en préstamos de rápido desembolso. Sin embargo, no se asegura que estos desembolsos sean iguales o superiores al monto de los atrasos cancelados. En un comienzo, el FMI agregó un elemento de ultimátum, junto con las más drásticas medidas de disuasión, extendiendo el acceso al procedimiento de derechos de amortización sólo hasta el mes de abril de 1991 (posteriormente se otorgó un plazo mayor).

Tal política está destinada a la obtención de un financiamiento de emergencia para permitir la liquidación de los atrasos con las IFI, para sacarlos de inmediato de los procedimientos de préstamos liberados por la liquidación.

En este contexto, se ha establecido la liquidación secuencial. En particular el Banco Mundial ha insistido en la posibilidad de que, tras la liquidación de los atrasos a esta institución, se proceda al desembolso de las liquidaciones de atrasos pendientes con el FMI, que tienden a ser mayores debido a la naturaleza de corto plazo de las operaciones del Fondo. Bajo tal calendario, el país prestatario estará en condiciones de beneficiarse del pleno apoyo del Banco y de su capacidad de movilizar nuevos préstamos de otras fuentes, y específicamente de los financiamientos de empalme, para liquidar los atrasos con el Fondo.

La movilización de fondos para liquidar los atrasos se ha demostrado como la parte más difícil de este procedimiento. Además, en el caso de Guyana — con el concurso de un Grupo de Apoyo presidido por Canadá — sólo un 20 por ciento de los fondos que contribuyeron a la liquidación de los atrasos fue de mediano plazo. En el caso de Honduras — con el respaldo de un Grupo Consultivo presidido por el Banco Mundial — el 40 por ciento de los fondos fue de mediano plazo. Ambos fueron casos de liquidación paralela, donde todos los atrasos se cancelaron de manera simultánea.

La adopción de todas estas políticas ha ido acompañada de un decidido rechazo a la repactación como forma de aliviar el peso del servicio de la deuda; pero tanto en el caso del FMI como en el del BM, se contempla en su Convenio Constitutivo la repactación. En el artículo 7, secciones (c) y (g) del Convenio, se permite la extensión de los períodos de reembolso, tanto en general — requiriéndose una mayoría del 85 por ciento — como sobre bases individuales, con una mayoría del 70 por ciento.

En el caso del Convenio del Banco Mundial, en sus secciones 4 (c) y 7 (a) del Artículo IV, se establece que bajo ciertas condiciones es posible ajustar las obligaciones sujetas a préstamo, pudiéndose específicamente ampliar la duración de un préstamo. En efecto, el Banco concedió repactaciones en algunos casos, siendo el más importante el de 1968 con la India.<sup>4/</sup> Debido a sus repercusiones en el acceso y costo de los préstamos para los BDM que realizan operaciones de financiamiento en los mercados de bonos internacionales, la repactación se considera contraproducente. Sin embargo, hasta ahora los mercados financieros han descansado más en la cobertura de la cartera de préstamos con capital exigible y reservas que en un juicio acerca de la calidad de los activos. Por todo ello, la repactación sería posible a nivel formal, y no necesariamente contraproducente para los intereses de los miembros de las IFI.

### III. Conclusiones

El problema de los atrasos con las IFI constituye sólo parte del problema más general de la prolongada crisis de la deuda. Lejos de haber sido superada, la crisis persiste y persistirá mientras no se elimine de raíz la transferencia neta de recursos negativa.

Además, los atrasos con las IFI han surgido en el contexto de un problema creciente del servicio de la deuda con las instituciones financieras internacionales y de la aparición de transferencias netas de recursos negativas con estas instituciones.

En la medida en que las IFI no entregan una transferencia positiva, disminuye el incentivo para liquidar los atrasos, aunque podría tener otros beneficios como consecuencia de la normalización de relaciones con los agentes clave del escenario financiero y político internacional. Pero sólo podría lograrse una transferencia positiva de las IFI si los recursos a su disposición se incrementan rápidamente, y se adoptan procedimientos que permitirían una mayor proporción de afluencias netas hacia los países prestatarios, incluyendo la repactación para aquellos países sometidos severas dificultades, como las experimentadas en el decenio de 1980 por todos los países endeudados.

Sin embargo, una estrategia de este tipo presenta dos impedimentos. En primer lugar, involucra compromisos de más corto plazo, lo cual exige agilidad administrativa tanto por parte de las instituciones como por parte de los países prestatarios. En segundo lugar, los recursos a disposición de las IFI deberían incrementarse con mayor rapidez, lo cual aparece como altamente improbable. Este tipo de acciones no parecen contar con el suficiente apoyo político por parte de los países industrializados. De acuerdo con las corrientes de pensamiento y acción política observadas, el fortalecimiento necesario de una institución gubernamental es claramente impopular. Además, en la medida en que los fondos de las IFI terminan en las arcas de la banca comercial, el apoyo para incrementar el capital o las cuotas de estas instituciones será débil.

En resumen, tanto desde el punto de vista de los países prestatarios como de aquel de las propias instituciones financieras internacionales, la actual así llamada estrategia de endurecimiento para hacer frente al problema de los atrasos no parece ser muy alentadora.

Durante el período de desempeño, las ventajas que tendría para un país en vías de desarrollo asumir nuevos compromisos políticos consiste sólo en un problema cuantitativo; en otras palabras, cabe preguntarse si el nuevo financiamiento otorgado por contribuyentes bilaterales superará o no la cantidad acumulada en los atrasos. Asimismo, surge la pregunta de si, tras la liquidación de los atrasos, los desembolsos por parte de las IFI serán similares a los atrasos liquidados con el financiamiento de préstamos bilaterales, y cuál será la periodización de estos préstamos que harán posible la liquidación. Si los préstamos bilaterales sólo constituirán un financiamiento de empalme y los desembolsos por parte de las IFI serán inferiores al monto de los atrasos liquidados, el incentivo a participar — junto con la aceptación de la comunidad internacional — seguramente será bajo para el país prestatario. En estos casos, se fortalecerán las carteras de las IFI, pero los países prestatarios no estarán en una mejor posición, lo cual constituye un proceso paralelo al experimentado con el Plan Baker en relación con la banca comercial.

Durante los primeros años de la crisis de la deuda, las IFI respaldaron a la banca comercial a través del financiamiento de la transferencia neta nega-

tiva de recursos con ésta, primero a través de operaciones con el FMI, y más tarde gracias a préstamos de rápido desembolso obtenidos de los bancos de desarrollo multilaterales. Si, como parece ser lo más probable, el problema de los atrasos se torna aun más serio, cabe preguntarse quién respaldará a las IFI. Pero hay una interrogante incluso más importante para los países en vías de desarrollo endeudados: en el caso de la acumulación de la mora, ¿qué alternativa surgirá para cubrir sus necesidades financieras?

### Notas

- 1/ Para un análisis del problema fiscal véase Altimir y Devlin (1992) en este mismo volumen.
- 2/ El tipo de conversión del Derecho Especial de Giro (DEG) a dólares es como sigue: 1986 = 1,22; 1987 = 1,42; 1988 = 1,35; 1989 = 1,32, y 1990 = 1,42.
- 3/ Hacia fines de 1989, "los usuarios prolongados habían reducido sus compromisos pendientes con el FMI en cerca del 50 por ciento desde los niveles máximos alcanzados durante el decenio de 1980." (Camdessus, 1990).
- 4/ Véase "Treatment of Bank Borrowers in Cases of "Acute Stringencies" in Default", Sec M86-660/1, 18 de junio de 1986.

**Cuadro 1**  
**DEUDA EXTERNA POR GRUPO DE ACREEDORES, HACIA FINES DE 1989**  
*(porcentajes)*

<b>Grupo acreedores</b>	<b>Total</b>	<b>Oficial</b>	<b>IFI</b>	<b>Bilateral</b>	<b>Privada</b>	<b>Banca comercial</b>
Países en vías de desarrollo	100,0	42,3	18,5	23,9	57,6	44,2
Países de América Latina	100,0	29,3	16,6	12,7	70,7	59,4
Principales deudores <sup>a/</sup>	100,0	21,5	13,0	8,5	78,5	65,9
Resto de América del Sur <sup>b/</sup>	100,0	43,2	25,9	17,3	56,8	48,2
América Central <sup>c/</sup>	100,0	63,9	27,0	36,9	36,1	32,9
Región del Caribe <sup>d/</sup>	100,0	65,1	29,1	38,0	34,9	24,5

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

a/ Argentina, Brasil, México y Venezuela.

b/ Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador, Paraguay, Perú y Uruguay.

c/ Incluye Haití, Panamá y República Dominicana; excluye Belice.

d/ Incluye Belice y Guyana; excluye Cuba y los países señalados en c/.

**Cuadro 2**  
**RELACION ENTRE LA DEUDA EXTERNA PENDIENTE TOTAL**  
**Y LA DEUDA CON LAS IFI**  
*(porcentajes)*

<b>Por regiones</b>	<b>1980</b>	<b>1989</b>
Países en vías de desarrollo en general	10,7	19,6
América Latina y el Caribe	6,4	16,6

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1989-90, "External Debt of Developing Countries, Analysis and Summary", vol. 1, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

**Cuadro 3**  
**AMERICA LATINA: DEUDA EXTERNA CON LAS IFI EN RELACION CON LA**  
**DEUDA EXTERNA PENDIENTE TOTAL**  
*(porcentajes)*

<b>Deudores</b>	<b>1970</b>	<b>1975</b>	<b>1980</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
Total	11,2	10,9	6,4	11,7	14,0	15,9	16,0	16,6
Principales países deudores <sup>a/</sup>	9,9	9,2	4,1	8,8	10,7	12,3	12,3	13,0
Resto de América del Sur	13,1	13,8	10,1	16,8	21,0	24,4	25,2	25,9
América Central	22,5	22,8	20,9	26,2	28,1	28,5	27,4	27,0
Caribe	4,6	0,7	24,9	28,1	28,4	30,6	28,9	29,1

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.  
a/ Argentina, Brasil, México y Venezuela.

**Cuadro 4**  
**AMERICA LATINA: PROPORCION DE CREDITOS NETOS EN RELACION**  
**CON TODOS LOS ACREEDORES Y CON LAS IFI**  
*(miles de millones de dólares y porcentajes)*

<b>Acreedores</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
1. Total	22,8	36,8	31,1	22,1	16,2	38,3	1,5	8,1	8,3	2,9
2. IFI	2,2	2,7	4,8	8,5	7,3	5,1	4,7	1,9	1,9	2,1
3. 2 ÷ 3	9,5	6,9	15,4	38,3	45,1	134,3	309,6	23,8	22,8	72,9

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

**Cuadro 5**  
**AMERICA LATINA: SERVICIO TOTAL DE LA DEUDA Y SERVICIO DE ESTA**  
**CON LAS IFI**  
*(miles de millones de dólares y porcentajes)*

<b>Acreedores</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
1. Total	46,0	55,5	59,0	50,2	51,6	54,2	52,1	47,0	55,1	49,1
2. IFI	2,3	2,4	2,5	4,1	4,1	5,1	8,3	10,9	11,3	11,5
3. 2 ÷ 3	5,0	4,3	4,3	8,2	7,9	9,4	15,9	23,3	20,5	23,4

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

**Cuadro 6**  
**AMERICA LATINA: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS POR**  
**TRANSACCIONES DE LA DEUDA POR GRUPO DE ACREEDORES<sup>a/</sup>**  
*(miles de millones de dólares)*

<b>Acreedores</b>	<b>1980</b>	<b>1981</b>	<b>1982</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
Total	-1,5	5,7	-6,5	-12,7	-19,1	-30,9	-28,4	-20,2	-25,0	-22,9
Privada	-3,7	2,8	-10,9	-20,4	-24,6	-33,8	-29,4	-17,7	-22,4	-19,5
Oficial	2,2	3,0	4,4	7,7	5,6	2,8	1,0	-2,5	-2,6	-3,4
Bilateral	1,1	1,5	0,9	1,1	0,6	0,6	0,2	0,0	0,1	-0,9
IFI	1,1	1,5	3,4	6,6	5,0	2,3	0,8	-2,5	-2,7	-2,5

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

a/ En este cuadro, las cifras de transferencia neta de recursos no corresponden al monto real, ya que sólo, hacen referencia a las transacciones relacionadas con la deuda externa.

**Cuadro 7**  
**AMERICA LATINA: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS DE LAS IFI**  
**POR GRUPOS DE DEUDORES<sup>a/</sup>**  
*(miles de millones de dólares)*

Deudores	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Cuatro mayores <sup>b/</sup>	0,2	0,3	2,0	4,2	3,6	1,0	0,3	-1,6	-2,1	-1,5
Resto A.Lat.	0,4	0,2	0,8	1,5	1,0	1,0	1,0	-0,1	-0,2	-0,7
A.Central	0,4	0,6	0,4	0,9	0,4	0,2	-0,3	-0,7	-0,3	-0,2
Caribe	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

a/ En este cuadro, las cifras de transferencia neta de recursos no corresponden al monto real, ya que sólo hacen referencia a las transacciones relacionadas con la deuda externa.

b/ Argentina, Brasil, México y Venezuela.

**Cuadro 8**  
**AMERICA LATINA: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS**  
**DE LAS IFI POR INSTITUCION**  
*(miles de millones de dólares)*

Institución	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
FMI	-0,2	0,2	1,3	5,8	2,7	0,5	-1,0	-1,8	-1,9	-1,5
BDM	1,2	1,3	2,1	0,9	2,3	1,8	1,8	-0,6	-0,8	-1,0

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1990-91, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.

### Bibliografía

- Altimir, Oscar y Robert Devlin (1992), "Una Reseña de la Moratoria en América Latina", en este mismo volumen.
- Banco Mundial, *World Debt Tables, 1990-91*, Banco Mundial, Washington, D. C., 1990.
- Camdessus, Michael, "Statement by the Managing Director on the Strengthened Cooperative Strategy on Overdue Financial Obligations to the Fund", en *Acta de la Reunión del Consejo Ejecutivo 90/37*, 16 de marzo de 1990, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 1990.

# **COBRO JUDICIAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA MOROSA DE AMERICA LATINA: DERECHOS Y DEFENSAS DE LAS PARTES**

*Gonzalo Biggs*

## **Introducción**

El endeudamiento externo masivo del sector público latinoamericano con la banca privada internacional que se inició en 1973 y la posterior reprogramación o reestructuración periódica de las obligaciones que comenzó en 1982, han modificado sustancialmente, por las razones que se expresan más adelante, la normatividad jurídica que rige estas materias.<sup>1/</sup>

Los contratos de financiamiento externo vigentes en la región en la gran generalidad de los casos han sido suscritos en Londres o Nueva York, están redactados en inglés y la versión en este idioma es la única válida. Originalmente estos contratos eran relativamente simples; en la actualidad, sin embargo, son extraordinariamente complejos y pueden abarcar, con sus múltiples apéndices y anexos, unas 300 ó 400 páginas. Su interpretación y cumplimiento se sujeta a las normas del derecho contractual privado del lugar en que fueron suscritos no obstante la condición pública del deudor.

Generalmente, el acreedor entablará su demanda ante los Tribunales del Estado de Nueva York o Federales de Estados Unidos con asiento, igualmente, en Nueva York. Al mismo tiempo, la interpretación y cumplimiento de esos contratos y pagarés respectivos se regirán por las leyes del Estado de Nueva York o Federales de Estados Unidos. Cabe observar la trascendencia de que las materias concernientes a la deuda pública externa latinoamericana con la banca comercial estén sujetas a la jurisdicción y leyes del Estado de Nueva York. Prescindiendo de sus aspectos políticos, este hecho tiene, además, otras consecuencias que requieren ser comentadas someramente.

El sistema jurídico de los países latinoamericanos tiene su origen y sustentación filosófica en el derecho romano y la codificación de las leyes civiles

ordenada por Napoleón a comienzos del Siglo XIX. Conforme al llamado Código de Napoleón, o derecho civil vigente en los países de América Latina, la normatividad jurídica tiene un origen fundamentalmente legislativo y está sintetizada en cuerpos legales orgánicos de relativamente fácil consulta y aplicación. Los jueces bajo este sistema carecen de discrecionalidad y sólo interpretan o aplican las leyes aún prescindiendo de lo resuelto por otras decisiones judiciales.

En los países anglosajones rige, en cambio, la ley común ("common law") cuyo origen y ejecución es diferente. Lo más característico de la ley común es su origen exclusivamente judicial y su formación mediante la reiteración de fallos judiciales uniformes. Bajo este sistema los jueces no están constreñidos, como en América Latina, a la aplicación de un precepto legal determinado. Aplican lo resuelto en las mismas materias por sentencias judiciales anteriores y, en determinadas circunstancias, fallan conforme a principios de equidad. Por esta razón, en contraste con América Latina, los jueces de Estados Unidos gozan de una gran discrecionalidad pero su labor es más compleja debido a que los precedentes aplicables son difícilmente sintetizables. Por lo tanto, la ley común no es susceptible de codificación orgánica y es, también, menos predecible, por cuanto las circunstancias particulares de un juicio no siempre coincidirán con las de un fallo anterior.

A lo anterior debe agregarse que, en Estados Unidos, la constitución federal permite a cada Estado establecer tribunales y leyes separados e independientes del sistema federal. Por lo tanto, en atención a su naturaleza, algunas materias serán de la competencia de los tribunales estatales y otras de los tribunales federales. Esto, como puede observarse, aumenta la complejidad del sistema.

Estas diferencias de sistemas jurídicos plantean dificultades a aquel sector público latinoamericano que, en estas materias, ha aceptado someterse a la jurisdicción y leyes norteamericanas. Asimismo, en la medida que esta situación se hace permanente, la enseñanza del derecho en su forma tradicional en América Latina pierde relevancia práctica en estas materias. Por lo tanto, al sustraerse en los países de América Latina, de la jurisdicción y leyes nacionales, la resolución de aquellas materias relativas al endeudamiento público externo, el conocimiento y enseñanza de la ley común norteamericana resulta, entonces, fundamental e indispensable. En la práctica, esto ha llevado a muchos gobiernos a prescindir de la asesoría de sus propios profesionales en estas materias y a recurrir con mayor frecuencia los servicios de abogados norteamericanos.

La sección siguiente de este trabajo examina el sistema legal bajo el cual los acreedores podrán ejercer sus derechos y la inmunidad de entes públicos demandados. La sección tres analiza las posibles defensas de los países deudores y la jurisprudencia de los tribunales norteamericanos. La sección final examina el ejercicio de los derechos del acreedor ante los tribunales del país deudor.

## I. Derechos del Acreedor e Inmunidad Soberana de Jurisdicción y Ejecución

### 1. Derechos del acreedor ante los tribunales de Nueva York

Los contratos de financiamiento vigentes en América Latina confieren al acreedor, en el caso de incumplimiento, el derecho de demandar al deudor y solicitar el embargo y ejecución de aquellos bienes existentes dentro de la jurisdicción del tribunal. Igualmente, el acreedor puede solicitar medidas de excepción (prejudiciales o precautorias) destinadas a impedir el retiro de los bienes del deudor de la jurisdicción del tribunal. De esta manera, el acreedor procurará asegurar los resultados finales del juicio.

Para iniciar el juicio, así como solicitar medidas destinadas a prepararlo, el acreedor deberá resolver dos cuestiones previas. La primera será seleccionar el tribunal ante el cual iniciará el juicio y, la segunda, asegurar que el deudor quedará sujeto a esa jurisdicción.

La demanda deberá entablarse ante un tribunal que tenga jurisdicción sobre la persona del deudor y la materia objeto de la controversia conforme a lo establecido en el contrato de financiamiento. La jurisdicción sobre la persona del deudor supone que el Estado latinoamericano o ente público demandado han renunciado o perdido su inmunidad. Por otra parte, la jurisdicción sobre la materia exigirá que la transacción que origina la demanda tenga contactos mínimos con el Estado de Nueva York.

La cláusula contractual que permite al acreedor iniciar el juicio establecerá que el Estado o ente público deudor se somete de manera irrevocable a la jurisdicción de los Tribunales del Estado de Nueva York o Federales con asiento en Nueva York en relación con cualquier acción o proceso basada — o relacionada — con el convenio de financiamiento o pagarés respectivos. Dicha cláusula designará, igualmente, un apoderado con oficinas en Nueva York habilitado para recibir en nombre del deudor y de sus bienes la notificación de cualquier demanda o acción relacionada con el convenio; incluirá la renuncia explícita del deudor a invocar inmunidad de jurisdicción o de ejecución sobre su persona o bienes; y señalará que la interpretación y cumplimiento de las obligaciones contraídas quedarán sujetas a las leyes del Estado de Nueva York. Adicionalmente, el deudor deberá haber acompañado, a petición del acreedor y con anterioridad al desembolso del préstamo, uno o varios informes jurídicos, emanados de autoridad competente, destinados a confirmar la validez y exigibilidad del contrato, de los pagarés y de cada una de las obligaciones contraídas, incluidas la sujeción a la jurisdicción y leyes del Estado de Nueva York. Estos informes estarán complementados por afirmaciones explícitas del deudor en el mismo sentido.

Dentro de las medidas prejudiciales de excepción que podrá solicitar el acreedor, se incluyen: el cobro compulsivo ("set-off"), o aplicación de los depósitos bancarios del deudor al pago de lo adeudado; el embargo prejudicial; el interdicto ("injunction"), u orden de hacer o no hacer algo; y la orden preventiva temporal ("temporary restraining order"). A su vez, el deudor podrá

oponer a la demanda o medidas prejudiciales mencionadas, defensas de procedimiento o de fondo, según sean las particularidades de la acción del acreedor.

Por tener pertinencia con las medidas prejudiciales del acreedor nos referiremos a continuación a la defensa procesal de inmunidad de jurisdicción o de ejecución que el deudor podrá oponer a esas medidas o a la demanda propiamente tal. Más adelante nos referiremos a las demás defensas del deudor.

## 2. Inmunidad de jurisdicción y ejecución

Un Estado o entidad pública extranjero demandado ante los tribunales de Nueva York puede oponer la defensa de inmunidad de jurisdicción o de ejecución la cual, al ser aceptada, obliga al demandante a entablar su acción ante otros tribunales. Sin embargo, las posibilidades de éxito de esta defensa son muy limitadas debido a lo que se expresa a continuación.

El principio tradicional es que “el reconocimiento de la personalidad internacional de un Estado como miembro de la comunidad de naciones implica el reconocimiento de su igualdad, dignidad, independencia y supremacía territorial y personal”.<sup>2/</sup> Adicionalmente, “la Organización de las Naciones Unidas está basada en el principio de la igualdad soberana de cada uno de sus miembros”,<sup>3/</sup> lo cual significa que un Estado no puede ejercer jurisdicción sobre otro Estado y tampoco ser demandado a menos que acepte voluntariamente la jurisdicción de los tribunales de otro país.

Según la doctrina de la inmunidad absoluta, los actos del Estado y sus órganos, los actos y la persona de sus agentes y representantes, sus bienes y propiedades no pueden ser juzgados por tribunales distintos a los del propio Estado. Sin embargo, la actividad económica desarrollada por el sector público con posterioridad a la primera guerra mundial lleva, sin embargo, a los tribunales europeos (Bélgica e Italia) a distinguir entre actos propiamente de gobierno — *jure imperii* — y actos de naturaleza comercial — *jure gestionis* — y a negar la inmunidad para estos últimos.<sup>4/</sup> A pesar de lo anterior, durante esa época, un estudio de la Universidad de Harvard concluyó que la distinción entre actos de gobierno y de naturaleza comercial no era justificación para demandar a un Estado por asuntos relativos a su deuda pública.<sup>5/</sup> Esta conclusión confirmaba la opinión prevaleciente incluyendo la del jurista argentino, Luis María Drago, que caracterizaba a los préstamos públicos como actos de soberanía,<sup>6/</sup> y la de los tribunales ingleses, que rechazaron condenar al gobierno peruano por el no pago de sus bonos. En ese caso (1877), se señaló que “estos bonos no son otra cosa que compromisos de honor... y los contratos respectivos no pueden ejecutarse ante los tribunales de un país extranjero o aún ante aquellos del país que emitió los bonos al menos que sea con el consentimiento del gobierno de este último país”.<sup>7/</sup>

Sin embargo, la situación anterior comenzó a cambiar durante la segunda post-guerra. Estados Unidos, a través de la denominada “Tate Letter”, aceptó, en 1952, la distinción entre actos de gobierno y comerciales del Estado y rechazó la inmunidad para estos últimos.<sup>8/</sup> Esta iniciativa culminó con la

dictación de una ley especial, en 1976, que restringió sustancialmente la inmunidad reconocida tradicionalmente a los gobiernos y entidades públicas extranjeros.<sup>9/</sup> Esta ley recoge los criterios vigentes en los países industrializados acerca de la inmunidad de los gobiernos y entes públicos extranjeros. Sus disposiciones identifican y amplían los derechos de los acreedores y restringen las inmunidades de jurisdicción y ejecución de los gobiernos o entidades públicas extranjeros. Sus consecuencias en lo relativo al cobro de la deuda externa de los países latinoamericanos son drásticas: con ciertas excepciones, los deudores podrán ser demandados ante los tribunales y sus bienes ser objeto de embargo y ejecución.

Para estos efectos, la mencionada ley incluye dentro del concepto de Estado extranjero al gobierno central, sus subdivisiones políticas y administrativas, y cualquier agencia o entidad con personalidad jurídica separada que sea órgano del Estado, o cuyas acciones sean, en su mayoría, propiedad del Estado o sus subdivisiones y no sea residente en los Estados Unidos u organizada en un tercer país.<sup>10/</sup>

Junto con reconocer y afirmar la inmunidad de jurisdicción y ejecución de un Estado extranjero, la ley enumera cinco situaciones en que se pierde esa inmunidad; por lo tanto, la existencia de alguna de ellas permitirá al acreedor iniciar y proseguir el juicio correspondiente. Estas situaciones incluyen: (i) cuando el Estado extranjero ha renunciado expresa o implícitamente a la inmunidad; (ii) cuando la acción se basa en la ejecución por el Estado de determinadas actividades comerciales; (iii) cuando el Estado extranjero realiza actividades comerciales en Estados Unidos relacionadas con derechos de propiedad adquiridos con violación del derecho internacional; (iv) cuando se trate de propiedades en Estados Unidos adquiridas por herencia o donación o exista controversia acerca de derechos de propiedad sobre inmuebles ubicados en Estados Unidos; y (v) cuando se demanden perjuicios por daños personales o a la propiedad en Estados Unidos causados por la negligencia del Estado extranjero o de sus representantes o dependientes.<sup>11/</sup>

Por lo tanto, un Estado extranjero demandado o cuyos bienes han sido objeto de un embargo o ejecución, solamente podrá invocar con éxito la defensa de inmunidad en la medida en que esta última no se haya extinguido por encontrarse en alguna de las cinco excepciones arriba enumeradas.

La renuncia expresa de inmunidad es una estipulación usual en los contratos de préstamos internacionales vigentes en América Latina. En relación con la renuncia implícita, durante la discusión de la ley se señaló que "los tribunales han estimado que existe una renuncia implícita cuando un Estado extranjero acepta el arbitraje en otro país o cuando un Estado extranjero acepta que la ley de un país determinado sea aplicable al contrato".<sup>12/</sup>

La excepción basada en la naturaleza comercial del acto se produce cuando el Estado extranjero realiza: (i) actividades comerciales en Estados Unidos; (ii) actos en dicho país en relación con actividades comerciales realizadas en otro país; y (iii) actos fuera del territorio de Estados Unidos en relación con actividades comerciales realizadas igualmente fuera de esa Nación, pero que producen efectos directos en Estados Unidos.<sup>13/</sup>

La interpretación judicial de estas excepciones ha estado colmada de dificultades y controversia. Por esta razón, para un deudor latinoamericano es difícil anticipar la forma en que esta defensa será acogida en el caso de ser procedente. Más adelante se mencionan algunos ejemplos acerca de cómo ha sido aplicada esta ley.

### **3. Medidas precautorias prejudiciales**

Estas medidas tienen por objeto preparar o asegurar los derechos del acreedor con anterioridad a la iniciación o resolución de un juicio. En general, sus efectos son muy drásticos por cuanto sustraen de inmediato al deudor de la posesión o disposición de sus bienes. Además, en determinadas circunstancias, pueden hacerse efectivas sin conocimiento o notificación previa del deudor. Su regulación dentro de la Unión Federal de los Estados Unidos se sujeta a la legislación del Estado respectivo y, por lo tanto, podrá variar de un Estado a otro.

#### **a) Cobro Compulsivo**

El cobro compulsivo es una típica instancia de la ley común de efectos bastante radicales. Su ejercicio representa un inminente peligro para cualquier entidad pública deudora con operaciones comerciales y cuentas bancarias en Estados Unidos.<sup>14/</sup> Su equivalente en el derecho civil es la compensación que permite extinguir las obligaciones recíprocas existentes entre acreedor y deudor. Sin embargo, el cobro compulsivo, a diferencia de la compensación del derecho civil, lo ejercen principalmente los bancos y, además, no requiere intervención judicial.

En virtud del cobro compulsivo, un banco comercial puede aplicar al pago de una obligación líquida, vencida y exigible, el total de los depósitos de un deudor con el mismo banco. Su singularidad está en no requerir intervención judicial o conocimiento previo del depositante o deudor. En Nueva York, sin embargo, la ley requiere que el banco notifique por correo al depositante el mismo día laboral o con anterioridad a la adopción de la medida.<sup>15/</sup> Asimismo, por tratarse de una acción de hecho, un banco central, entidad pública o Estado extranjeros carecen de inmunidad frente a un banco comercial que ejerce el cobro compulsivo.

La facultad de ejercer el cobro compulsivo es, además, una estipulación usual en los contratos de financiamiento o reestructuración de la deuda pública externa latinoamericana. Este derecho se reconoce aun cuando la deuda y los depósitos estén denominados en monedas diferentes y las sumas adeudadas deban ser pagadas a un banco distinto de aquél en el que se ha efectuado el depósito (por haber este comprado participaciones del banco principal).

Sin embargo, la ley común reconoce el cobro compulsivo aún cuando no hubiera sido estipulado contractualmente. En Nueva York, a diferencia de otros Estados, la ley establece que, frente a una orden de embargo por cuenta de un tercer acreedor, el banco tiene prioridad para aplicar el cobro compul-

sivo aún cuando las obligaciones del depositante con el banco no hubieran vencido.<sup>16/</sup>

Sin perjuicio de lo expuesto, un banco solo puede ejercer el cobro compulsivo respecto de obligaciones válidas y entre las mismas partes. La prueba de esta mutualidad de obligaciones puede presentar dificultades cuando la deuda ha sido contraída, por ejemplo, con una agencia del banco fuera de Estados Unidos y el ente público deudor tiene inmunidad en el extranjero. Lo mismo puede ocurrir, en el caso inverso, cuando la deuda ha sido contraída en Estados Unidos y la cuenta bancaria del ente público ha sido abierta fuera de ese país. Estas dificultades no deberían crear, sin embargo, una falsa seguridad en los deudores por cuanto los tribunales de Nueva York interpretarán liberalmente estas situaciones y, en general, en forma favorable al cobro compulsivo.

Un situación distinta se produce cuando la cuenta bancaria figura a nombre de un ente público diferente del que contrajo la deuda. En ese caso, el cobro compulsivo será inválido a menos que el banco demuestre que existió un mandato entre ambas entidades.<sup>17/</sup> Esta circunstancia hace aconsejable que los gobiernos y entidades públicas latinoamericanas mantengan cuentas separadas y bajo nombres distintos en sus operaciones bancarias en Nueva York. Consideraciones elementales de prudencia sugieren, igualmente, no abrir cuentas corrientes y depósitos con aquellos bancos que, a su vez, son acreedores del país respectivo.

Para los bancos comerciales, el cobro compulsivo es la medida más efectiva para obtener el pago de una deuda vencida. Dado que para ejercer este derecho no se requiere intervención judicial, los bancos lo utilizarán preferentemente toda vez que sea factible. A la inversa, para los gobiernos y entidades públicas deudores, el cobro compulsivo es un riesgo temible frente al cual existen pocas defensas y que puede afectar, por las razones indicadas, las reservas de los bancos centrales o los ingresos de sus exportaciones nacionales depositados con un banco acreedor.

#### b) Embargo prejudicial y apoyo de una orden de ejecución

El embargo prejudicial es una medida que un tribunal puede ordenar al presentar el acreedor su demanda y consiste en la incautación de los bienes del deudor a fin de asegurar los resultados del juicio. En el Estado de Nueva York, y en los Estados Unidos, en general, el embargo prejudicial puede ser ordenado por un tribunal sin necesidad de notificación a la parte afectada. El único resguardo frente al ejercicio abusivo de este recurso es que, si el embargo es considerado indebido, el acreedor deberá responder por la totalidad de los perjuicios ocasionados.<sup>18/</sup>

Se debe distinguir entre embargo prejudicial y embargo en auxilio o apoyo de una orden de ejecución que tiene lugar después de finalizado un juicio. Esta diferencia es importante para los efectos de la renuncia de inmunidad de los entes públicos extranjeros. En el caso del embargo prejudicial, la renuncia debe ser explícita y no puede ser revocada sino es en conformidad a los términos originales de la misma. En cambio, la renuncia frente a un em-

bargo en apoyo de la ejecución de un fallo puede ser implícita. Esto es, puede resultar de la ejecución por el ente público de alguno de aquellos actos comerciales que enumera la ley y que mencionáramos más arriba.<sup>19/</sup>

Tanto el embargo como el cobro compulsivo se rigen por la ley común del Estado respectivo, pero las restricciones a la inmunidad frente a un embargo están reguladas por la Ley Federal de Inmunidades. Los contratos de préstamos incluyen cláusulas explícitas por las cuales las entidades públicas prestatarias renuncian a su inmunidad. Por lo tanto, en el evento de una demanda, los bienes de tales entidades en el Estado de Nueva York podrán, en general, ser objeto de un embargo. Sin perjuicio de lo expuesto, debe reiterarse que la renuncia a un embargo prejudicial debe necesariamente ser explícita y no puede colegirse de una renuncia general.

Para que proceda el embargo prejudicial se requiere, además, que la propiedad afectada sea utilizada en alguna actividad comercial en Estados Unidos. La Ley Federal de Inmunidades señala que "actividad comercial" significa ya sea un curso regular de conducta comercial o una transacción o acto comercial determinado. Además, dicha condición comercial es establecida por la naturaleza de la conducta, transacción o acto y no por su propósito. Para estos efectos, la actividad comercial del ente público extranjero debe poseer un "contacto sustancial con los Estados Unidos".<sup>20/</sup> Este requisito significa que si el préstamo que origina el embargo ha sido contraído fuera de Estados Unidos el ente público podrá invocar inmunidad por falta de ese "contacto sustancial".

Sin perjuicio de lo anterior, la ley distingue entre la propiedad de un Estado o gobierno extranjero y aquella de sus dependencias o entidades autónomas. En el primer caso, la propiedad sobre la cual se aplica el embargo o ejecución debe ser, o haber sido, utilizada en la actividad comercial que fundamenta la demanda. En cambio, tratándose de un ente público autónomo que ha perdido la inmunidad por encontrarse en alguna de las cinco situaciones que contempla la Ley Federal de los Estados Unidos, el embargo o ejecución de su propiedad es procedente con prescindencia de que haya sido o no utilizada en la actividad que origina la demanda.

*i) Jurisprudencia sobre embargo u orden de ejecución*

Un ente público autónomo afectado por un embargo prejudicial o mandamiento de ejecución puede alegar que los bienes objeto del embargo están siendo administrados por cuenta de su gobierno para fines propiamente públicos y no comerciales. Sin embargo, en tal caso, deberán acreditar esta circunstancia sin que, para ello, tengan valor sus propias declaraciones o las de su gobierno.<sup>21/</sup>

Diversos fallos judiciales han distinguido entre actividad comercial y gubernamental para los efectos de la procedencia del embargo y ejecución de los bienes de un ente público extranjero. Así, la cuenta bancaria de la Embajada de Tanzania en Washington fue embargada por los tribunales federales de Nueva York con motivo de un litigio entre el gobierno de ese país y una compañía naviera. Tanzania alegó, entre otras defensas, que su cuenta bancaria no

podía ser embargada por no ser ni haber sido utilizada en alguna de las actividades comerciales enumeradas en la Ley Federal de Inmunidades. El tribunal, sin embargo, rechazó esta defensa y afirmó que sólo si el uso hubiera sido exclusivamente no comercial podía prosperar la inmunidad. Señaló, además, que si se acogiera la inmunidad de ejecución de las cuentas bancarias mixtas de gobiernos extranjeros (en que los fondos se utilizan en actividades comerciales y no comerciales) se crearía un resquicio que terminaría por desvirtuar los propósitos de la ley.<sup>22/</sup> Sin embargo, un fallo posterior resolvió que las cuentas bancarias de una Embajada extranjera podrían gozar de inmunidad de ejecución aún cuando se utilizaran parcialmente en actividades comerciales relacionadas con la Embajada.<sup>23/</sup>

La procedencia de un embargo o ejecución de las propiedades de un gobierno o ente público extranjero, a requerimiento de un banco comercial en Nueva York, dependerá del alcance restringido o amplio que los tribunales le asignen a la actividad comercial que sirve de fundamento a la demanda. Los fallos pronunciados aplican a las Embajadas las reglas establecidas para los Estados extranjeros o sus subdivisiones políticas o administrativas que, como hemos visto, son menos estrictas que para los entes públicos autónomos. Para estos últimos, en cambio, el concepto de actividad comercial es más amplio y, por lo tanto, las posibilidades de que sus bienes puedan ser embargados, mucho mayores.

*ii) Embargo y ejecución de los bienes de un banco central extranjero*

La propiedad o bienes de un banco central o autoridad monetaria extranjera quedan sujetas a una regla especial establecida en la Ley Federal de Inmunidades. Conforme a la misma, dicha propiedad o bienes gozan de inmunidad cuando el banco central o autoridad monetaria las tienen a su propia cuenta y el gobierno, banco o autoridad no han renunciado explícitamente a la inmunidad. Como en los casos anteriores, una vez efectuada, la renuncia no puede ser revocada sino en la forma y términos previstos en la renuncia original.<sup>24/</sup> Esta regla difiere de las anteriores por cuanto la propiedad conserva su inmunidad cuando el banco central o autoridad monetaria la tiene "a su propia cuenta" con prescindencia de que sea o no utilizada en alguna actividad comercial. Además, la renuncia debe ser explícita.

La razón de esta mayor liberalidad obedece al deseo de preservar y atraer la inversión de recursos financieros de entidades monetarias extranjeras en Estados Unidos, y, particularmente, en Nueva York. Sin embargo, al referirse a la renuncia de inmunidad, la ley no mencionó expresamente la renuncia al embargo prejudicial. Esta omisión ha llevado a algunos comentaristas a afirmar que la inmunidad de un banco central frente a un embargo prejudicial no sería renunciable.<sup>25/</sup> Esta opinión, así como otras interpretaciones de la Ley Federal de Inmunidades, no han sido confirmadas por los tribunales. Por lo tanto, es prematuro anticipar el criterio que regirá en el futuro. Los fallos judiciales que han negado inmunidad a las cuentas bancarias mixtas de embajadas extranjeras contribuyen a esta falta de certidumbre dado que podría interpretarse que las cuentas mixtas de un banco central podrían, igualmente, estar privadas de inmunidad. Por otra parte, en un juicio seguido por

un banco comercial suizo en contra del Banco Central de Guatemala, los tribunales de Nueva York rechazaron el embargo por estimar que la renuncia a la inmunidad de jurisdicción no comprendía el embargo y ejecución de sus bienes;<sup>26/</sup> en consecuencia, se estimó que subsistía la inmunidad frente a estas últimas acciones. Asimismo, para que la renuncia sea válida, debe referirse de manera explícita a los bienes del banco central o autoridad monetaria. En caso contrario, la inmunidad continuará vigente.

c) **Otras medidas precautorias prejudiciales**

Existen otras medidas provisionales de las que puede valerse el acreedor y que, desde un punto de vista práctico, son equivalentes a un embargo prejudicial.

Estas medidas incluyen el interdicto y la orden preventiva temporal (OPT). Para la dictación de ambas, los tribunales gozan de amplia discreción y aplican principios de equidad ("equitable principles").

El interdicto es una medida que ordena hacer o no hacer un acto específico. A diferencia del embargo prejudicial, que no requiere notificación previa, el interdicto exige una audiencia en la cual cada parte pueda expresar sus argumentos en favor o en contra de la medida. Sin embargo, en determinadas circunstancias, el tribunal puede ordenar que el interdicto se ejecute sin audiencia previa. Mediante esta medida, un acreedor puede solicitar que se prohíba al deudor celebrar actos o contratos o transferir bienes a un tercero o fuera de la jurisdicción del tribunal. Su efecto práctico es similar al embargo prejudicial, porque el deudor queda privado del control de sus bienes hasta la resolución final del juicio.

La OPT es preparatoria del interdicto y se dicta por un período limitado hasta que se reúnen los antecedentes para resolver este último. A diferencia del interdicto, sólo en circunstancias muy extraordinarias puede concederse un OPT sin notificación o audiencia de la parte afectada.

Las anteriores medidas no fueron mencionadas expresamente por la Ley Federal de Inmunidades. De ahí que surgiera la duda de si las reglas y excepciones a la inmunidad de un ente público extranjero frente a un embargo prejudicial son, igualmente, aplicables al interdicto y OPT.

Un fallo concluyó que las reglas de la Ley Federal de Inmunidades acerca del embargo prejudicial se aplicarían de manera análoga a dichas medidas provisionales. En otras palabras, la propiedad de un ente público extranjero favorecida de inmunidad frente a un embargo prejudicial lo sería, también, frente a un interdicto u OPT.<sup>27/</sup> Sin embargo, este criterio fue modificado en un fallo posterior. En efecto, con motivo de la congelación de los activos de diversas entidades de la República Islámica del Irán, el tribunal justificó el interdicto (y rechazo de la inmunidad) sobre los bienes de una entidad de esa República en los términos siguientes:

«Concluyo que la distinción usual entre embargo e interdicto procede con especial vigor en este caso. Las consideraciones de equidad aquí presentes favorecen se ordene un interdicto para impedir el traslado de la propiedad del gobierno de Irán. El interdicto que aquí se solicita tie-

ne un efecto limitado precisamente a la propiedad identificada. Un interdicto en favor del demandante no confiere derechos de propiedad; más bien, su propósito es impedir la desvirtuación del juicio impidiendo la dispersión de estos bienes fuera del país».<sup>28/</sup>

## II. Defensas del Ente Público Deudor

### 1. Opciones del deudor

A falta de pago, el deudor tiene, frente a una demanda, dos opciones. La primera es comparecer al juicio y oponer las defensas que sean procedentes. La segunda es no comparecer y dejar que el juicio siga su curso hasta la sentencia definitiva lo cual probablemente significará que el acreedor podrá embargar y ejecutar sus bienes. En este caso, de no ser éstos suficientes, el acreedor podrá continuar sus acciones en otros países.

La elección de una u otra opción será determinada por las circunstancias particulares del caso y la estrategia general a largo plazo del deudor.

La elección de no comparecer lleva consigo el riesgo de que la entidad deudora no pueda, en el futuro, realizar actividades comerciales o tener bienes en Estados Unidos; en ambos casos, estará expuesta a la acción de sus acreedores.

Sin embargo, la no comparecencia puede también crear condiciones favorables a un arreglo extrajudicial. En efecto, un fallo que no reporta beneficios tangibles obliga al acreedor a continuar juicios ante otras jurisdicciones y países. Esta perspectiva de agobiantes gestiones y gastos, puede inducir al acreedor a aceptar una solución de compromiso que, en definitiva, podrá ser favorable a ambas partes.

Sin perjuicio de lo anterior, la no comparecencia también puede llevar a situaciones de antagonismo político de difícil predicción y que escapan de los objetivos de este trabajo. Nos referiremos, por lo tanto, a la opción de la comparecencia y defensa del deudor.

### 2. Comparecencia y defensas del deudor

La comparecencia del deudor no le impide oponerse a la jurisdicción del tribunal o a la demanda del acreedor mediante defensas de procedimiento o de fondo. Dentro de las defensas procesales, se incluyen las de inmunidad de jurisdicción y ejecución, ya mencionadas, y la del Acto de Estado referida más adelante.

Las defensas de fondo serán determinadas por las circunstancias de cada caso y, por lo tanto, son imposibles de especificar. En términos generales, sin embargo, una categoría de defensas podrá fundamentarse en la existencia de vicios que permitirían declarar la nulidad o invalidez del contrato y de las obligaciones del deudor. Otra categoría podrá fundamentarse en el acaecimiento de hechos o circunstancias que justifiquen la suspensión o modifica-

ción de las obligaciones convenidas. En cualquiera de estos casos el tribunal, junto con la admisibilidad de la defensa, deberá resolver acerca de la subsistencia, aún parcial, de las obligaciones del deudor a fin de evitar un enriquecimiento sin causa. Asimismo, las causales de nulidad podrán afectar al contrato en su totalidad o sólo algunas de sus estipulaciones, como las de la jurisdicción y legislación aplicables.

Según lo expuesto, las defensas del deudor basadas en la nulidad del contrato, podrán incluir, entre otras:

- carecer del libre consentimiento del deudor;
- adolecer el contrato de una causa u objeto ilícito por contravenir el orden público del país del acreedor o deudor; y
- haber infringido los requisitos legales del país del deudor para comprometer el crédito externo o someterse a una jurisdicción o legislación extranjeras.

Las defensas basadas en circunstancias sobrevinientes podrán incluir, entre otras:

- la del Artículo VIII (2)(b) del Convenio Constitutivo del FMI;<sup>29/</sup>
- la imposibilidad de cumplir el contrato en los términos convenidos; y
- pérdida de imparcialidad del tribunal designado en el contrato.

En las páginas siguientes nos referiremos, en primer lugar, a la defensa procesal basada en el Acto de Estado y, luego, a las defensas basadas en la nulidad del contrato y en las circunstancias sobrevinientes. Asimismo, en el Apéndice se mencionará la jurisprudencia emanada de los fallos pronunciados por tribunales norteamericanos en algunos juicios surgidos en el último decenio.

#### a) Defensa del Acto de Estado

Conforme a esta doctrina, los tribunales se abstienen de intervenir en una cuestión sometida a su conocimiento cuando ello implica calificar la validez del acto público de un gobierno extranjero realizado dentro de su territorio y jurisdicción. Por lo tanto, esta defensa podría excusar al deudor del cumplimiento de sus obligaciones por impedirlo un acto adoptado por su gobierno dentro de su territorio y jurisdicción.

En sus orígenes, esta doctrina se fundamentó en razones de cortesía y respeto internacionales por los actos públicos de otros Estados. Posteriormente, sin embargo, la abstención judicial se basó en la inconveniencia de interferir en el manejo de las relaciones exteriores por parte del Ejecutivo.

En Estados Unidos, el criterio fue desarrollado en 1897 con motivo del reclamo de un ciudadano norteamericano ante los tribunales de su país en contra del gobernador militar de Venezuela por su arresto y encierro ilegal.<sup>30/</sup> Su reclamo fue rechazado por estimarse que: "Cada Estado soberano está obligado a respetar la independencia de todos los demás Estados soberanos y los tribunales de un país no pueden dedicarse a juzgar los actos de otros gobiernos realizados dentro de su propio territorio. La reparación de los daños causados por tales actos deberá efectuarse a través de los medios puestos a disposición por los gobiernos soberanos entre ellos mismos".<sup>31/</sup>

La doctrina expuesta se basó en razones de cortesía internacional y fue aplicada sin muchas variaciones hasta 1954 en que se resuelve "Bernstein" que constituye la primera excepción; en este caso, el demandante procuró recuperar saldos de bienes confiscados por Alemania entre 1937 y 1939.<sup>32/</sup>

La doctrina debería haber impedido, igualmente, juzgar las decisiones del gobierno alemán. Sin embargo, el Departamento de Estado opinó en favor de una revisión, y, sobre esta base, los tribunales rechazaron aplicar la doctrina y se pronunciaron sobre el fondo de la cuestión planteada.<sup>33/</sup>

Posteriormente viene "Sabbatino", con seguridad la decisión más polémica de la Corte Suprema de Estados Unidos y que un autor ha llamado la doctrina de la "abstención irracional compulsiva".<sup>34/</sup>

En 1960, Farr, un comisionista de Nueva York, compró azúcar de C. A. V., una empresa organizada en Cuba pero con capital norteamericano, comprometiéndose a pagar contra entrega de los conocimientos de embarque en Nueva York. Estando el azúcar ya embarcada, C. A. V. fue expropiada y su título de dominio pasó al Banco Nacional de Cuba que encargó a su agente en Nueva York la entrega de los documentos de embarque contra el pago del precio. Farr ignoró el título del Banco Nacional y consignó el precio con Sabbatino, depositario designado por los tribunales de Nueva York a petición de C. A. V.

La demanda del Banco Nacional fue rechazada en primera y segunda instancia por negarse los tribunales a aplicar la doctrina del Acto de Estado y estimar, en cambio, haberse violado el derecho internacional al apropiarse el gobierno cubano del azúcar en virtud de un acto discriminatorio, vindicativo y sin previo pago de compensación. Sin embargo, la Corte Suprema rechazó estos argumentos y resolvió que no le correspondía al Poder Judicial calificar una expropiación de un gobierno extranjero dentro de su territorio, en ausencia de un tratado o convenio que señalara de manera inequívoca las reglas aplicables. En suma, la Corte aceptó la defensa del Acto de Estado y señaló que una decisión contraria podría crear un conflicto con el poder ejecutivo a pesar de que el Departamento de Estado, en concordancia con la excepción "Bernstein", expresara no tener inconvenientes en que se examinara la legalidad de la expropiación. El resultado de la aplicación de la doctrina significó la aceptación de la demanda y el reconocimiento del título de Cuba sobre el azúcar.<sup>35/</sup>

En un fallo posterior, la Corte reconoció la validez de las restricciones aplicadas por un gobierno a las transacciones en moneda nacional y extranjera. En ese caso, un inversionista había recibido certificados del gobierno cubano que le garantizaban acceso al mercado de divisas a un determinado tipo de cambio. Posteriormente, el gobierno suspendió por tiempo indefinido la conversión de dichos certificados. La Corte rehusó desconocer la validez de esta última resolución por estimarla propia de las funciones de un gobierno destinadas a proteger sus recursos en moneda extranjera y, por cuanto, tampoco consistía en una "confiscación" o "apropiación".<sup>36/</sup>

La forma como la defensa del Acto de Estado ha sido invocada en juicios relacionados con el cobro de la actual deuda externa se menciona en el Apéndice.

b) Defensa basada en la nulidad del contrato por infracción del orden público

Las legislaciones de la mayoría de los países niegan validez a aquellos actos o contratos cuyo objeto es ilícito por ser contrarios a la moral, buenas costumbres u orden público.<sup>37/</sup> Esto significa que un acto o contrato que adolece de estos vicios no puede producir efectos jurídicos y los tribunales pueden negarles su ejecución. Al mismo tiempo, cualquier persona interesada puede solicitar su nulidad. Por lo tanto, un contrato de financiamiento internacional podría, teóricamente, resultar inaplicable por contravenir el orden público del país del acreedor o deudor, según el caso. Asimismo, una sentencia judicial pronunciada por un tribunal extranjero no podría ser ejecutada cuando fuera contraria al orden público del país en que se intenta su ejecución. Esta situación tiene relevancia cuando la sentencia extranjera se pronuncia en el país del acreedor y se intenta ejecutar en el país del deudor.

Sin embargo, como se verá, la doctrina del orden público ha sido rara vez aplicada por los tribunales norteamericanos para favorecer a un deudor extranjero. En cambio, ha sido invocada con frecuencia para impedir la aplicación en Estados Unidos de leyes extranjeras invocadas como defensa por deudores extranjeros.

Los conceptos de moral, buenas costumbres u orden público reflejan valores y, por lo tanto, varían de un país a otro. Además, se trata de conceptos genéricos cuya aplicación a situaciones particulares presenta, también, grandes diferencias. Obviamente, en Estados Unidos estos conceptos tienen una connotación distinta que en América Latina. Más aún, en ciertos países, el concepto de "moral" se extiende, inclusive, a las transacciones económicas.

La forma diferente en que el concepto de orden público está tratado en distintos países puede ilustrarse con los ejemplos de Alemania, Chile, Argentina y los Estados Unidos.

Así, por ejemplo, el Artículo 138(1) del Código Civil Alemán señala que una transacción que ofende las buenas morales es nula y, a continuación, agrega: "En particular es nula aquella transacción por la cual se prometen o adquieren con explotación de la necesidad, inexperiencia o inadvertencia de otra persona, ya sea para sí mismo o para un tercero, ventajas económicas por un valor que exceda al de las obligaciones correlativas al grado que, según las circunstancias, ocurra una notoria desproporción entre ambas".<sup>38/</sup> Esta disposición ha sido comparada con la del Código Comercial de Estados Unidos que rechaza la ejecución de contratos o cláusulas de venta comercial considerados "exorbitantes" ("unconscionable").<sup>39/</sup> Distintas otras legislaciones incluyen, como en Alemania y Estados Unidos, infinidad de ejemplos de actos o contratos que por razones morales, económicas o de orden público, carecen de validez y, por lo tanto, no son exigibles. La forma en que se expresan estas prohibiciones es diferente de un país a otro e, inclusive, en un mismo país.

Obviamente, su aplicación e interpretación es compleja y de difícil predicción. En relación con lo expuesto, es útil mencionar cómo se trata esta materia en algunos países latinoamericanos.

En Chile, por ejemplo, el Código Civil sanciona con la nulidad, en términos generales, todos aquellos actos o contratos que adolecen de objeto ilícito y declara que hay objeto ilícito en todo contrato prohibido por las leyes o contrario al derecho público chileno.<sup>40/</sup>

Otra disposición confirma que hay objeto ilícito en todo acto o contrato que contraviene a la ley, las buenas costumbres o el orden público. Un ejemplo de acto nulo por contravenir las leyes de Chile es “la promesa de someterse en Chile a una jurisdicción no reconocida por las leyes chilenas”.<sup>41/</sup>

Sin embargo, las leyes chilenas y de otros países utilizan el concepto de “orden público” pero generalmente no lo definen. Corresponde, entonces, a los tribunales interpretarlo y aplicarlo en cada caso particular. Así, en Argentina se ha resuelto que “Incumbe a los tribunales, como guardianes del orden jurídico, el deber primordial de verificar y examinar si el instrumento que se les exhibe se opone a los principios que forman el contenido del orden público y, en caso afirmativo, negarle efectos”.<sup>42/</sup>

En concordancia con lo anterior, el “orden público” ha sido definido por los tribunales argentinos de la manera siguiente:

Debe entenderse por orden público al conjunto de principios fundamentales — religiosos, morales, políticos y económicos — en que se cimenta la organización social, con lo que queda caracterizada así la fluidez y la relativa imprecisión del concepto y la imposibilidad de reducirlo a un común denominador válido para todos los países.<sup>43/</sup>

En Estados Unidos, la doctrina del orden público se ha empleado para impedir que tengan efecto decisiones de otros países estimadas contrarias a su legislación o política. En el Apéndice, se mencionan situaciones en que la doctrina del orden público ha impedido el efecto de decisiones contrarias a los intereses de los acreedores en contratos de financiamiento internacional. De estas decisiones deben destacarse “Allied III” y “L’Européenne”.

La importancia de “Allied III” radica en su expansión del concepto de orden público del marco estrictamente jurídico al económico. En “Allied III” se utilizó el concepto para impedir, en Estados Unidos, los efectos de las disposiciones cambiarias de Costa Rica, que restringieron el servicio de la deuda externa de ese país. Sin embargo, esta decisión no se fundamentó en un impedimento legal sino en el interés económico de Estados Unidos. Dicho “interés” fue descrito como la necesidad de preservar a Nueva York como centro financiero internacional y asegurar a los acreedores que esperan ser pagados en Estados Unidos, en dólares de Estados Unidos y bajo la jurisdicción de Estados Unidos, que sus derechos serán determinados en conformidad a “los principios generalmente aceptados del derecho contractual”. Estos “principios generalmente aceptados” serían los aplicados por los tribunales de Estados Unidos. En el caso de “L’Européenne” se fue, inclusive, más lejos y se estableció que, en tales situaciones, el interés de Estados Unidos estaría com-

prometido no sólo cuando el acreedor fuera norteamericano, sino también cuando éste fuera extranjero.

Los casos en que los tribunales de Estados Unidos han rehusado dar cumplimiento a un contrato por ser contrario al orden público del país del deudor, han sido, en cambio, escasos. El único que conocemos es un fallo que negó cumplimiento a una venta que era válida bajo las leyes de Nueva York, pero contraria a un decreto de Arabia Saudita. Este decreto prohibía el pago de comisiones en relación con la venta de armas y dicho país tenía un interés especial en la solución de esa controversia.<sup>44/</sup> Un argumento similar podría darse cuando el cumplimiento de un contrato de financiamiento internacional por un gobierno o ente público extranjero pudiera ser contrario a las disposiciones de orden público de su país. Dudamos, sin embargo, que después de los precedentes de "Allied III" y "L'Européenne", los tribunales de Nueva York acojan una defensa de esta especie. Sin perjuicio de ello, la defensa podría plantearse cada vez que la misma fuera procedente, y reiterarse en el evento de que el acreedor pretendiera ejecutar una sentencia en otras jurisdicciones, incluyendo la del deudor.

c) Defensa basada en la infracción de las formalidades exigidas por la legislación del deudor

Un Estado o ente público extranjero demandado ante los tribunales de Nueva York por incumplimiento de un contrato de préstamo internacional, podrá oponer la defensa de nulidad o invalidez del contrato por infracción de los requisitos establecidos en su legislación. Se ha discutido si en un contrato privado puede un ente público invocar como defensa la infracción de sus propias leyes. El argumento en contra es que estos contratos incluyen afirmaciones categóricas del deudor de haber cumplido la totalidad de estos requisitos. Carecería, entonces, de credibilidad una defensa que afirmara lo opuesto. Se señala, sin embargo, que los requisitos legales exigidos para comprometer el crédito externo de una nación son de orden público e irrenunciables. Las mencionadas afirmaciones no podrían, por lo tanto, prevalecer sobre las exigencias establecidas en esas disposiciones legales.

Se señala, además, que si, en el caso de una entidad privada, un contrato puede ser invalidado por haberse infringido sus estatutos o reglamentos, con la misma razón procedería invalidar un contrato en que se viola las normas del ente público demandado. En apoyo de esta interpretación puede agregarse que la nulidad o invalidez de un contrato por esta causa sólo sería procedente en la medida en que ambas partes queden sujetas a las reglas del derecho privado. En cambio, esta causal de nulidad no sería procedente cuando ambas partes hayan estado sujetas al derecho internacional público. La defensa anterior presenta, sin embargo, la dificultad adicional de exigir de los tribunales de Nueva York el tener que resolver una materia regida por leyes extranjeras, como serían las del país del deudor.

En relación con los contratos de préstamo internacionales y los requisitos legales para comprometer el crédito o responsabilidad financiera de un Estado, procede distinguir: (i) la autorización requerida para comprometer la

responsabilidad financiera del Estado; (ii) la prohibición de someter al Estado a una jurisdicción extranjera; y (iii) la prohibición de sujetar al Estado al imperio de las leyes extranjeras. Teóricamente, la infracción a cualquiera de estos requisitos legales podría conducir a la nulidad del contrato en su integridad o de las cláusulas respectivas, según sea el caso.

En relación con la prohibición de someterse a una jurisdicción o leyes extranjeras y los contratos de financiamiento externo, deben mencionarse los cambios recientes ocurridos en estas materias en Argentina, Chile y Venezuela.<sup>45/</sup>

En Venezuela, la Procuraduría General ha declarado inaplicable la prohibición del Artículo 127 Constitucional (que prohíbe la sumisión del Estado a una jurisdicción extranjera en los contratos de interés público) a los contratos del sector público con los bancos comerciales, por corresponder a una actividad comercial y no afectar la seguridad y soberanía del Estado.<sup>46/</sup>

En Argentina se ha hecho la distinción entre jurisdicción federal por razón de parte, y jurisdicción federal por razón de materia, y concluido que "la jurisdicción federal por razón de parte es prorrogable aunque la parte sea el Estado argentino".<sup>47/</sup> En otras palabras, si no existe materia federal comprometida, la prórroga de jurisdicción en favor de tribunales y leyes extranjeros sería válida respecto del Estado argentino.

Chile es el único país que conocemos que dictó una ley especial que declaró válida la sumisión del Estado y sus organismos a una jurisdicción y leyes extranjeras en los contratos de financiamiento internacional.<sup>48/</sup> Esta ley autorizó, igualmente, al Estado de Chile y sus organismos para renunciar a la inmunidad de ejecución en los contratos mencionados. Sin embargo, éstas y otras estipulaciones requieren, para su validez, la autorización del Presidente de la República mediante decreto del Ministerio de Hacienda cuyo plazo no puede exceder de un año, sin perjuicio de poder renovarse. Además, estas estipulaciones no son procedentes respecto de bienes destinados a fines militares o "bajo el control de una autoridad militar o agencia de defensa."<sup>49/</sup> Igualmente, tampoco son aplicables cuando la legislación particular que rija a los organismos del Estado "excluyan en forma expresa la sumisión a la ley o tribunal extranjeros, o disponga que los diferendos que de ellos se deriven deban ser sometidos a la ley chilena o a tribunales nacionales".<sup>50/</sup>

Puede observarse que, en los tres países señalados, deben cumplirse requisitos muy específicos para que sea válida la sumisión del Estado a una jurisdicción o ley extranjera. Por lo tanto, cualquier infracción a esos requisitos facultaría al deudor para pedir la nulidad de la cláusula contractual correspondiente. Aceptada la defensa, el resto del contrato permanecería válido pero el acreedor no podría continuar el juicio ante el tribunal conforme a las leyes designadas, sino ante otra jurisdicción.

d) Defensa basada en el Artículo VIII del Estatuto del FMI

Con anterioridad al establecimiento del FMI los tribunales podían rechazar discrecionalmente una defensa basada en la imposibilidad de cumplir obligaciones en moneda extranjera debido a restricciones cambiarias del país del

deudor. Dicha defensa, en la medida en que impedía el pago de lo adeudado, podía ser rechazada por diversas razones inclusive la de ser "confiscatoria" de los derechos del acreedor.

El Artículo VIII (2)(b) del Convenio Constitutivo del FMI, que forma parte de la legislación interna de Estados Unidos y de los países latinoamericanos, ha modificado esta situación; su parte pertinente dispone:

Los contratos de cambio que comprendan la moneda de un país miembro y que sean contrarios a las disposiciones de control de cambios mantenidas o impuestas por dicho país miembro de conformidad con este Convenio serán inexigibles en los territorios de cualquier país miembro. Además, los países miembros podrán, por mutuo acuerdo, cooperar en la aplicación de medidas que tengan por objeto hacer más eficaces las disposiciones de control de cambios de cualquiera de los países miembros, siempre que dichas medidas y disposiciones sean compatibles con este Convenio.

La disposición anterior plantea diferentes interrogantes —todavía no resueltas— relacionadas con el cumplimiento de las obligaciones en moneda extranjera de un país miembro del FMI. Un primer punto es si acaso los contratos de préstamo internacionales constituyen o no "contratos de cambio" para los efectos del Artículo VIII (2)(b). Si la respuesta es afirmativa, el punto siguiente es si acaso el incumplimiento de un deudor podría ser justificado en las restricciones cambiarias adoptadas por su gobierno. Finalmente, para la admisibilidad de esta defensa, debe demostrarse que las restricciones cambiarias adoptadas son consistentes con las normas del FMI.

En la medida que el deudor demuestre que su incumplimiento ha sido causado por las restricciones cambiarias adoptadas por su país en consistencia con el FMI, sus obligaciones no serían exigibles por el acreedor en Estados Unidos. Reunidas las anteriores circunstancias, los tribunales tendrían que aceptar la defensa.

Sin perjuicio del caso "Callejo" (mencionado más adelante), hasta la fecha la defensa del Artículo VIII 2(b) no ha sido reconocida judicialmente en los Estados Unidos. Desde un punto de vista teórico, sin embargo, los autores reconocen su validez y, por lo tanto, reunidas las condiciones apropiadas, esta defensa podría prosperar en el futuro.<sup>51/ 52/</sup>

Una de las razones por las cuales esta defensa aún no ha prosperado, es porque se ha interpretado que los contratos de financiamiento internacional no son "contratos de cambio" y, debido a ello, no ha sido necesario examinar si se reúnen o no los demás requisitos de esta defensa.

Sin embargo, es útil mencionar cómo ha sido resuelta esta defensa hasta ahora. En el caso "Zeevi",<sup>53/</sup> el demandante (Zeevi) depositó 3 millones de shillings de Uganda en el Banco Grindlays de Uganda. Grindlays, a su vez, extendió una carta de crédito irrevocable en favor del demandante por su equivalente en dólares que este transfirió a un banco para su posterior reembolso por Citibank de Nueva York. Restricciones cambiarias adoptadas posteriormente por Uganda impidieron a Grindlays pagar la carta de crédito. Esto impidió, a su vez, al Citibank reembolsar el valor de la carta de crédito en favor

de Zeevi. Zeevi demandó a Grindlays y solicitó el embargo de sus depósitos en el Citibank. Sin embargo, Grindlay alegó la imposibilidad de efectuar el pago por impedirlo las restricciones cambiarias adoptadas por Uganda. Señaló, además, que las obligaciones del contrato de carta de crédito no eran exigibles en Estados Unidos por impedirlo el Artículo VIII(2)(b) del FMI.

El tribunal resolvió, en primer lugar, que el pago de una carta de crédito en Nueva York se regía por las leyes de Nueva York y no por las de Uganda y de que, aún de regir las leyes de Uganda, éstas últimas eran inaplicables por ser contrarias al "orden público" de Nueva York. En cuanto a la aplicabilidad del Artículo VIII (2)(b), el tribunal la desechó, por estimar que la carta de crédito no era un contrato de cambio. El fallo mencionado ha sido criticado por haber ignorado que la transacción representada por la carta de crédito era la conversión de la moneda de Uganda en dólares norteamericanos. Por lo tanto, según esta opinión, la carta de crédito constituía un contrato de cambio que justificaba la aplicación del Artículo VIII (2)(b).<sup>54/</sup>

La defensa precedente fue planteada también en el juicio "Libra".<sup>55/</sup> En ese caso, bancos acreedores demandaron en Nueva York el pago de lo adeudado por un grupo de bancos de Costa Rica. Estos invocaron la prohibición de efectuar pagos en moneda extranjera impuesta por el Banco Central de Costa Rica y la defensa del Acto de Estado. Aunque esta defensa fue rechazada, antes de dictarse el fallo se planteó, como nueva defensa, que el pago no era exigible en Estados Unidos por infringir las disposiciones cambiarias de Costa Rica y ser éstas consistentes con el convenio del FMI.

El tribunal rechazó esta defensa con tres argumentos:

Primero concluyó que "un contrato de préstamo en dólares de Estados Unidos que requiere ser pagado en moneda de Estados Unidos y que designa a Nueva York como lugar de pago, no es un contrato de cambio en el contexto del Artículo VIII (2)(b)".<sup>56/</sup> Puede observarse, sin embargo, que el deudor era costarricense, el préstamo fue desembolsado en Costa Rica y su objetivo era financiar actividades en Costa Rica. Además, la moneda legal del deudor era el colón costarricense en lugar del dólar, de manera que, para cumplir con el contrato, el deudor debía necesariamente cambiar los colones a dólares. La no aceptación por el tribunal de que estas transacciones constituyeran un contrato de cambio no resulta, por lo tanto, convincente.

Acto seguido, el tribunal agregó que, aún en el supuesto de que el contrato de préstamo fuera un contrato de cambio, el demandado no demostró que, habiendo sido válido y exigible al tiempo de perfeccionarse, éste dejó de serlo en virtud de una regulación cambiaria de Costa Rica. Obviamente, este argumento ignora la esencia de la defensa del Artículo VIII (2)(b) que se refiere precisamente a situaciones que ocurren con posterioridad a la firma de un contrato como en el caso de Costa Rica.

Finalmente, concluyó que tampoco se había demostrado que las restricciones de Costa Rica eran consistentes con las disposiciones del convenio del FMI. Señaló que esta demostración le incumbía al deudor y no bastaba su mera afirmación, sino que requería la aprobación del FMI o acreditar que ésta era innecesaria.

Como se verá más adelante, los tribunales no se pronunciaron explícitamente sobre la defensa del Artículo VIII (2)(b) en el juicio "Callejo", pero admitieron que la determinación del FMI es definitiva respecto a la consistencia de las restricciones cambiarias con las normas de esa institución.

e) **Defensa basada en la imposibilidad de cumplir el contrato en los términos convenidos**

Bajo este epígrafe se incluyen múltiples defensas basadas en el acaecimiento de hechos o circunstancias posteriores a la firma del contrato y que, de ser aceptadas, liberarían al deudor de cumplir sus obligaciones en los términos estipulados.

Aún cuando estas defensas son muy excepcionales, los contratos de financiamiento en euromonedas reconocen explícitamente un derecho equivalente en favor del acreedor. En efecto, estos contratos permiten al acreedor liberarse de sus obligaciones cuando ocurren circunstancias que aumenten el costo del financiamiento o lo declaren ilegal. Específicamente, son causales de terminación de las obligaciones del acreedor la imposición de reservas por el Banco Central o autoridad monetaria del lugar en el que los bancos comerciales obtienen su financiamiento.

No obstante, dichos contratos sólo se refieren a aquellos cambios en las circunstancias que liberan al acreedor pero no a aquellos que, de la misma manera (por hacer más gravosas sus obligaciones), podrían eximir al deudor. Sin embargo, principios de equidad indicarían que, en situaciones análogas, los tribunales deberían conceder idéntico privilegio al deudor. Este reconocimiento debería prevalecer, por las mismas razones, aún cuando no hubiera sido estipulado con anterioridad en el contrato.

Las legislaciones nacionales utilizan distintas denominaciones para referirse a esta defensa. Entre éstas pueden mencionarse la fuerza mayor, la ilegalidad de las obligaciones contraídas, la imposibilidad o impracticabilidad del cumplimiento y la ruptura del equilibrio contractual en términos de que su cumplimiento resulte exorbitante ("unconscionable") u opresivo para una parte en beneficio de la otra.

En relación con lo expuesto, en Estados Unidos se admite la defensa de incumplimiento cuando ocurre alguna contingencia que haga impracticable la obligación del vendedor en una compraventa comercial.<sup>57/</sup> Asimismo, en Inglaterra, la doctrina de la "frustración" establece que los contratos incluyen la "condición tácita" de que las obligaciones son válidas solamente cuando su cumplimiento es física y legalmente posible y no ha sobrevenido algún cambio o impedimento material.<sup>58/</sup>

Estas defensas son de difícil categorización y su objetivo, además, no es siempre idéntico. En algunas situaciones el objetivo podrá ser impedir el ejercicio de la jurisdicción o aplicación de las leyes estipuladas; en otras, en cambio, será reducir o extinguir la obligación de pago. Los tribunales, por lo tanto, tienen una gran discreción en la evaluación y justificación de estas defensas.

Basado en el principio de la imposibilidad de cumplir el contrato en los términos previstos, la defensa podrá consistir en la incapacidad de pago del Estado o ente público deudor. Esta defensa podría encontrar justificación en algunos de los precedentes históricos referidos a continuación. Al respecto, importantes excepciones han sido admitidas al principio de la inmutabilidad o "santidad" de los contratos en períodos de crisis económica. Los ejemplos de las reparaciones alemanas y deudas de los países aliados con los Estados Unidos de la primera post-guerra indican que, en tiempos de crisis, no siempre puede exigirse de un Estado el pago estricto de lo adeudado. En esa oportunidad, se desarrolló el principio de que el cumplimiento de las obligaciones externas no puede exceder la capacidad de pago de un país. Sobre esta base fueron renegociados y modificados los compromisos contraídos originalmente por los países europeos con Estados Unidos. Su justificación fue la siguiente:

*...no puede exigirse a un país que pague a otros gobiernos sumas que excedan de su capacidad de pago. Tampoco requiere la adopción del principio de la capacidad de pago que el deudor extranjero pague hasta el límite de su capacidad actual o futura. Debe permitírsele mantener y mejorar su situación económica, equilibrar su presupuesto y dar una base sólida a sus finanzas y su moneda, así como mantener y, en lo posible, mejorar el nivel de vida de sus ciudadanos. Ningún convenio cuyas estipulaciones sean demasiado opresivas o retarden la recuperación y el desarrollo de un deudor extranjero serán en el mejor interés de Estados Unidos o de Europa.*<sup>59/</sup>

Consideraciones similares llevaron al Presidente Hoover a recomendar al Congreso de su país, el 20 de junio de 1931, una moratoria unilateral en el pago de las deudas de otros países con Estados Unidos. Señaló Hoover estar seguro "que el pueblo norteamericano no tiene deseo alguno de extraer sumas que excedan la capacidad de pago de algún deudor..."<sup>60/</sup>

Circunstancias parecidas y la necesidad de contribuir al restablecimiento económico de Europa, determinaron la cancelación por Estados Unidos y otros países del 60% de la deuda alemana de la IIa Post Guerra. Una cancelación análoga ha sido propuesta en 1991 por Estados Unidos respecto de la deuda de Polonia.<sup>61/</sup>

Argumentos similares a los que liberaron de sus obligaciones a los países europeos en los años 30, a Alemania durante la IIa Post Guerra y que se formulan en favor de Polonia en 1991, podrían, igualmente, invocarse por los deudores latinoamericanos. Su justificación sería el haber ocurrido hechos o circunstancias externos fuera de su control y que imposibilitarían pagar la deuda en los términos convenidos.

Esta imposibilidad resultaría del aumento excesivo del costo del servicio de la deuda, ocasionado, entre otros, por los siguientes factores externos: aumento de los intereses internacionales; reducción de los ingresos en divisas con motivo de la baja del precio de las materias primas de exportación; alza del precio de las manufacturas importadas; falta de inversiones externas; y reducción del crédito internacional.

La acción conjunta y reiterada de los factores mencionados sobre la economía de los países deudores con posterioridad a la suscripción de los contratos de préstamo, habría imposibilitado cumplirlos en la forma originalmente prevista. En el contexto regional, esta circunstancia sobreviniente se habría reflejado en un saldo persistentemente negativo durante el período 1982-90 entre el ingreso de capitales por concepto de inversiones y préstamos y la remesa de utilidades e intereses al exterior.<sup>62/</sup>

Esta defensa estaría avalada por el hecho de que, cuando la crisis se desató en 1982-83, los países acreedores la calificaron como un "problema de liquidez". Se pretendió, entonces, resolverla con medidas transitorias y se ignoraron su naturaleza estructural y proyecciones a largo plazo. La buena fe de los países deudores que aceptaron estoicamente las múltiples soluciones y recetas propuestas durante 1982-90 y, a pesar de ello, no mejoraron su situación económica, no podría, por lo tanto, ser puesta en duda.<sup>63/</sup>

Por otra parte, otros antecedentes demostrarían que los propios acreedores habrían ya admitido que la deuda no podría pagarse en los términos convenidos. Estos incluyen aquellas distintas transacciones en que los acreedores han reconocido el valor inferior adquirido por la deuda; las reestructuraciones periódicas que, por su propia naturaleza, son un reconocimiento de la imposibilidad de pago en la forma original; y el plan Brady que, al propiciar selectivamente reducciones sustanciales del monto y servicio de la deuda, admite que su pago por el resto de los deudores es, también, una imposibilidad.

Estas circunstancias justificarían una defensa basada en la incapacidad de pago con el objeto de obtener una reducción sustancial del monto o de los términos financieros establecidos para el servicio de la deuda. En el pasado, durante el período de la crisis de los años 1930, los tenedores extranjeros de los bonos de la deuda pública latinoamericana se vieron obligados a aceptar, a falta de otra alternativa, el pago en la moneda nacional del país del deudor. Esta defensa (de incapacidad de pago en los términos convenidos) podría presentarse junto con la de falta de imparcialidad del tribunal que se menciona a continuación.

f) Defensa basada en la pérdida de imparcialidad o neutralidad del tribunal designado en el contrato

La jurisprudencia exige que los tribunales seleccionados sean neutrales y posean requisitos indispensables de imparcialidad, independencia y falta de prejuicios.<sup>64/</sup>

Diversos fallos en contra de entidades públicas deudoras extranjeras en los tribunales de Nueva York permitirían afirmar que éstos habrían perdido imparcialidad o neutralidad para resolver los juicios originados por los contratos de financiamiento internacional. La defensa del deudor sería, entonces, que la jurisdicción designada en el contrato (Nueva York) habría perdido imparcialidad debido a su predisposición a favorecer a los acreedores.

Este argumento se fundamentaría, además, en la inclinación de estos tribunales a preservar la reprogramación y reestructuración de la deuda pública externa conforme a la ortodoxia de los países acreedores. Esta defensa, sin

embargo, sólo podría plantearse en forma accesoria a una defensa de fondo como, por ejemplo, la de imposibilidad de cumplir el contrato en los términos convenidos ya mencionada.

Esta falta de imparcialidad o neutralidad podría justificarse en aquellos fallos judiciales mencionados con anterioridad y que:

- han rechazado la inmunidad de la cuenta bancaria de una embajada o gobierno extranjero y asimilado ésta a una actividad comercial, como en el juicio en contra de Tanzania;
- han rechazado la inmunidad de un gobierno extranjero frente a un interdicto, como en el juicio en contra de la República Islámica del Irán;
- han negado a los contratos de préstamos internacionales y a las cartas de crédito en moneda extranjera la condición de “contratos de cambio” e impedido, con ello, que los deudores puedan invocar la defensa del Artículo VIII(2)(b) del Convenio del FMI;
- a instancias del ejecutivo federal, han modificado en favor del acreedor una resolución inapelable después de adoptada, como en el caso de “Allied III” que se menciona en el Apéndice, párrafo D;
- invocando los intereses de los Estados Unidos de preservar a Nueva York como centro financiero internacional, han justificado decisiones destinadas a garantizar los derechos de los acreedores en los contratos de financiamiento internacional, como en los juicios de “Allied III” y “L’Européenne” (ver Apéndice).

Hay dos precedentes que podrían invocarse en apoyo de la mencionada defensa de falta de imparcialidad de los tribunales de Nueva York. El primero fue el caso de un comerciante portugués que vendió mercaderías a una empresa inglesa con negocios en Angola y cuyo contrato designó a los tribunales de Luanda para resolver cualquier disputa entre las partes.<sup>65/</sup> Con posterioridad a la revolución, el comerciante abandonó Angola y entabló una demanda ante los tribunales ingleses. Estos aceptaron ejercer jurisdicción y rechazaron la defensa del demandado de que el juicio, conforme al contrato, sólo podía conducirse ante los tribunales de Angola. Las razones para el rechazo fueron que los tribunales de Angola ya no eran los contemplados por los contratantes y que la ley prevista debía ahora ser consistente con el “proceso revolucionario”. El tribunal estimó que estos cambios habían destruido las legítimas expectativas de los contratantes y que, por lo tanto, resultaba justo y adecuado que el juicio fuera conducido en Inglaterra.

El segundo precedente proviene de los juicios de contratistas norteamericanos en contra del gobierno de Irán. En esa oportunidad, la Declaración de Argelia de enero 19, 1981, que puso término al conflicto entre Estados Unidos y ese país, estableció un tribunal especial que ulteriormente resolvió los reclamos de ciudadanos de ambos países en contra de los gobiernos respectivos. El Artículo V de esa Declaración autorizó al tribunal especial para ejercer jurisdicción tomando en consideración diferentes factores, inclusive “el cambio de circunstancias”.<sup>66/</sup>

La mención del Artículo V de esa Declaración al “cambio de circunstancias” sirvió a los contratistas norteamericanos para liberarse de su obligación de sujetar sus reclamos a la jurisdicción de Irán. Este argumento fue

aceptado por los tribunales de Estados Unidos con el objeto de asumir jurisdicción y rechazar aquella de los tribunales de Irán por estimar que éstos eran profundamente diferentes a los designados al suscribirse el contrato. Se señaló, además, que los prejuicios existentes en contra de Estados Unidos harían imposible un juicio imparcial en Irán.<sup>67/</sup>

El reclamo de falta de imparcialidad o neutralidad de los tribunales de Estados Unidos o, en general, de los tribunales de los países acreedores para resolver las cuestiones originadas por los contratos de préstamos internacionales, obligaría al deudor a proponer una jurisdicción distinta en su reemplazo. Sin embargo, esa jurisdicción tampoco podría ser la del país del deudor o de otros países deudores por cuanto el acreedor podría, por las mismas razones, objetar la falta de imparcialidad de los tribunales de esos países. En tales circunstancias, ambas partes podrían convenir en la designación de un tribunal arbitral especial para resolver la controversia. La posibilidad de utilizar tribunales arbitrales internacionales para resolver las diferentes cuestiones derivadas de la deuda externa latinoamericana podría, en tal evento, tener aplicación general.

Esta opción estaría reforzada por la circunstancia de que en contratos de financiamiento internacional recientes como es el caso del contrato de reestructuración de la deuda externa de Brasil —suscrito el 22 de septiembre de 1988 por el Banco Central do Brasil como prestatario y la República Federativa del Brasil como garante— con un consorcio de bancos comerciales liderados por Citibank, se aceptó, en la cláusula 12.08, someter las disputas sobrevenientes entre las partes a la decisión de un tribunal arbitral internacional.

### **III. Ejercicio de los Derechos del Acreedor ante los Tribunales del País del Deudor**

#### **1. Ejecución de los derechos del acreedor en la jurisdicción del país deudor**

Cuando los bienes del deudor no son suficientes para satisfacer la demanda en el país del acreedor, este último se dirigirá a otras jurisdicciones con el mismo objeto. En última instancia, se dirigirá a la jurisdicción del país del deudor.

El acreedor tiene dos opciones para ejercer sus derechos en el país del deudor. La primera consiste en pedir la ejecución u homologación de la sentencia ya pronunciada, y, la segunda, entablar una demanda enteramente distinta.

Asimismo, tratándose de una sentencia que ordena al Estado, sus dependencias o agencias, pagar una suma de dinero, su reconocimiento o validez no garantiza, necesariamente, su pago inmediato. Para obtener esto último deberá generalmente seguirse el trámite o procedimiento adicional que

establezcan las leyes del país respectivo. A continuación nos referiremos a ambas situaciones.

## **2. Ejecución u homologación de sentencias de tribunales extranjeros**

Como se ha expresado, hay dos etapas que debe cumplir un acreedor interesado en ejecutar una sentencia en un país extranjero. La primera consiste en obtener que su validez sea reconocida por los tribunales del país del deudor. La segunda consiste en que, reconocida esa validez, la orden de pago respectiva pueda ser ejecutada en contra del Estado o ente público deudor. Para cumplir con el primer requisito, el acreedor debe determinar si acaso existe un tratado vigente entre el país del cual se origina la sentencia y aquél en el que se pretende ejecutarla. En ausencia de un tratado, el acreedor deberá sujetarse a lo que establezca la legislación del país en que desea ejecutar la sentencia.

Desde 1889, los países latinoamericanos han regulado el reconocimiento y ejecución de las sentencias de sus respectivos tribunales mediante convenciones multilaterales. En cambio, Estados Unidos, por diferentes razones, no ha suscrito (excepto en materia arbitral) convenciones de esta naturaleza. En otros países, la situación es, también, distinta. Así, en Suecia, Noruega y Portugal, las sentencias de tribunales extranjeros no tienen valor alguno y el interesado respectivo debe iniciar un juicio enteramente nuevo.

Por lo tanto, ante la inexistencia de tratados vigentes entre los países respectivos, la ejecución de una sentencia proveniente de Estados Unidos en un país latinoamericano deberá ajustarse a lo que establezca la legislación de este último.

Sin perjuicio de lo anterior, diversas convenciones internacionales establecen los principios básicos que rigen esta materia y que, en gran medida, serían aplicables a una petición para ejecutar en algún país latinoamericano una sentencia de un tribunal norteamericano. Dentro de estas convenciones debe mencionarse la Convención Interamericana sobre Eficacia Extraterritorial de Sentencias y Laudos Arbitrales Extranjeros (en adelante "Convención de Montevideo"), suscrita el 8 de mayo de 1979 por catorce países latinoamericanos y puesta en vigencia el 14 de junio de 1980.<sup>68/</sup>

En virtud de esta Convención, la ejecución de una sentencia o laudo arbitral originaria de algunos de los países participantes exige los siguientes requisitos:

- que vengan revestidos de las formalidades externas necesarias para que sean considerados auténticos en el Estado de donde proceden;
- que la sentencia, laudo y resolución jurisdiccional y los documentos anexos que fueren necesarios según la presente Convención, estén debidamente traducidos al idioma oficial del Estado donde deberán surtir efecto;
- que se presenten debidamente legalizados de acuerdo con la ley del Estado en donde deban surtir efecto;

- que el juez o tribunal sentenciador tenga competencia en la esfera internacional para conocer y juzgar del asunto de acuerdo con la ley del Estado donde deban surtir efecto;
- que el demandado haya sido notificado o emplazado en la forma legal debida, de modo sustancialmente equivalente a la aceptada por la ley del Estado donde la sentencia, laudo y resolución jurisdiccional deban surtir efecto;
- que se haya asegurado la defensa de las partes;
- que tengan el carácter de ejecutoriados o, en su caso, fuerza de cosa juzgada en el Estado en que fueron dictados;
- **que no contraríen manifiestamente los principios y las leyes de orden público del Estado en que se pida el reconocimiento o la ejecución.**<sup>69/</sup> (destacado por el autor).

Asimismo, el Artículo 6 de la misma Convención agrega:

Los procedimientos, incluso la competencia de los respectivos órganos judiciales, para asegurar la eficacia de las sentencias, laudos arbitrales y resoluciones jurisdiccionales extranjeros serán regulados por la ley del Estado en que se solicita su cumplimiento.

De los requisitos anteriormente transcritos, el más relevante para los objetivos de este trabajo, es el relativo al orden público del país en que se pretende ejecutar la sentencia. En la práctica, ello significa que el reconocimiento de la validez de una sentencia extranjera que condena a una entidad pública latinoamericana al pago de una suma de dinero será determinado por su grado de compatibilidad con el orden público del país del deudor. Como lo demuestran los ejemplos de "Allied III" y "L'Européenne", que se mencionan en el Apéndice, la interpretación de este concepto por los tribunales es discrecional y difícil de predecir. Por analogía puede concluirse, sin embargo, que será igualmente difícil anticipar cómo un país latinoamericano interpretará la compatibilidad de una sentencia extranjera como la descrita, con sus leyes y normas de orden público.

En lo referente al segundo requerimiento para obtener el pago de lo adeudado por un gobierno o ente público extranjero tiene relevancia, asimismo, lo que establece la legislación y práctica de Estados Unidos. Al respecto, los principios de la ley común sobre reconocimiento de sentencias extranjeras que ordenan el pago de dinero están codificados en una ley especial.<sup>70/</sup> Su propósito ha sido aumentar las posibilidades de que las sentencias de tribunales norteamericanos sean reconocidas en países regidos por el derecho civil mediante la aplicación del principio de la reciprocidad.<sup>71/</sup> Sin embargo, esta ley no tiene vigencia general y ha sido aceptada sólo en algunos Estados de la Unión. Por otra parte, el Código Federal establece la regla de que las sentencias de tribunales extranjeros que ordenan el pago de sumas de dinero en contra del gobierno de Estados Unidos o algunas de sus agencias sólo puede ser efectuado por la Contaduría General de la Nación, previa certificación del Procurador General de que su pago es en el "interés" de Estados Unidos.<sup>72/</sup> Por lo tanto, el pago de una obligación del gobierno norteamericano ordenado por un tribunal extranjero, una vez reconocida su validez, sólo podrá efectuarse después de haberse certificado que es en el interés de Estados Unidos.

En la práctica, los países latinoamericanos siguen una regla análoga en lo relativo a la ejecución de sentencias extranjeras que condenan al fisco al pago de una suma de dinero. Dichas sentencias tienen un efecto exclusivamente declarativo y, por lo tanto, su cumplimiento requiere de un trámite posterior que usualmente consiste en obtener por la vía administrativa la inclusión de la correspondiente orden de pago en el presupuesto general de la Nación.<sup>73/</sup>

Esto significa que la deuda podrá pagarse cuando el Estado tenga los recursos para hacerlo. Asimismo, ese pago sólo podrá efectuarse en la moneda de curso legal del país, sin perjuicio de su conversión a moneda extranjera, en conformidad a las normas que sean aplicables.

Las consideraciones anteriores confirman las dificultades prácticas de ejecutar una sentencia extranjera en contra del Estado o de un ente público ante los tribunales del país deudor. Sin embargo, estas dificultades no serían superiores, como hemos visto, a las que existirían en el evento de intentarse ejecutar una decisión judicial latinoamericana en contra de Estados Unidos, ante los tribunales de ese país.

Las dificultades mencionadas aumentarían con la magnitud de la demanda y escasez de recursos del país deudor. Estos distintos factores explicarían, en parte, las razones por las cuales los bancos comerciales acreedores han rehusado, hasta ahora, cobrar la deuda latinoamericana ante los tribunales de los países deudores.

#### IV. Conclusiones

Este trabajo ha procurado resumir las opciones que tendría un banco comercial que intentara obtener por la vía judicial el pago de lo adeudado por un Estado o ente público latinoamericano conforme a los contratos de financiamiento vigentes. Se basa en la hipótesis de que los acreedores entablarían sus acciones y los entes públicos deudores interpondrían sus defensas ante los tribunales federales o estatales de Nueva York. La materialización de esta hipótesis coincidiría con lo establecido en los contratos mencionados en lo referente a la jurisdicción y leyes aplicables en el caso de incumplimiento de las obligaciones del deudor. Por otra parte, los comentarios efectuados a las distintas opciones que tendrían los deudores no deben interpretarse como una recomendación en favor de una solución judicial. Muy por el contrario, creemos que las vicisitudes de un cobro judicial, con sus múltiples implicaciones económicas y políticas, difícilmente podrían ser beneficiosas para los países deudores. Sin embargo, en estas materias, la iniciativa no la tienen estos últimos sino los bancos comerciales. Por consiguiente, es posible que algunos países deudores se vean obligados, muy a su pesar, a defenderse judicialmente ante los tribunales de Nueva York.

En tal caso, como lo resume nuestro trabajo, las defensas de los deudores serían muy limitadas. Este resultado debe atribuirse, en gran medida, a la

falta de una asesoría jurídica adecuada durante el período de negociación de los préstamos originales en los años 1970 y 1980. Desgraciadamente, los compromisos contraídos son ya irreversibles y han venido a formar parte de la normatividad contractual vigente. Hemos procurado, sin embargo, enumerar de la manera más exhaustiva posible las defensas que, en estas difíciles circunstancias, podrían válidamente esgrimir los deudores. Dentro de estas defensas, aquella con una clara sustentación histórica sería la de incapacidad de pago. Por otra parte, quizá la más novedosa y que justificaría un mayor estudio, sería la de falta de imparcialidad de los tribunales de Nueva York. Esta defensa estaría fundamentada en lo resuelto por esos tribunales en los juicios *Allied* y *L'Européenne* ya analizados. En *Allied*, un fallo inapelable fue dejado sin efecto a instancias del Poder Ejecutivo Federal por ser contrario a los intereses de Estados Unidos. Algo similar ocurrió en *L'Européenne* en que se estableció que a los tribunales norteamericanos les corresponde preservar los derechos de los acreedores que han designado a Estados Unidos como lugar de pago y foro jurisdiccional. Esta identificación de los tribunales de Estados Unidos con los derechos de los acreedores, inclusive cuando son extranjeros, impediría una defensa exitosa de los países deudores ante esos tribunales. Esta circunstancia levanta dudas, igualmente, sobre la conveniencia para los países deudores de designar a Nueva York como foro jurisdiccional. Existirían, en cambio, múltiples razones en favor de la utilización del arbitraje internacional para resolver estas controversias. Creemos que nuestro análisis ha demostrado con amplitud la buena disposición de los países deudores en lograr, dentro del marco de sus posibilidades, una solución definitiva al problema de la deuda. La utilización del arbitraje internacional podría constituir una opción válida y expedita para lograr ese objetivo.

### Notas

- 1/ El término "sector público" está utilizado en forma genérica para incluir al Estado y gobierno central o cualquiera de sus divisiones, dependencias o agencias.
- 2/ L. Oppenheim, *International Law: A Treatise* 261, Londres, editado por H. Lauterpacht, Longmans, 1967, octava edición.
- 3/ *Carta de las Naciones Unidas*, Artículo 2, párrafo 1.
- 4/ I. Brownlie, *Principles of International Law*, Oxford, Clarendon Press, 1973, segunda edición, p. 323.
- 5/ "Harvard Research in International Law", *American Journal of International Law* (en adelante "A. J. I. L."), suplemento, 1932, p. 26.
- 6/ Citado por E. Borchard, *State Insolvency and Foreign Bondholders*, New Haven, Cambridge University Press, 1952, p. 168.
- 7/ "Twycross v. Dreyfuss", 5 Ch. D. 605, 616 (C. A. 1877). Esta cita incluye los nombres de los litigantes, el número del Chancery Division o tribunal de primera instancia, seguido de las páginas en que aparece el fallo. Las abreviaciones son a "Court of Appeals" y año del fallo. La publicación es del "Law Reports" del Reino Unido, 1877.
- 8/ Comunicación del Asesor Jurídico Adjunto del Departamento de Estado, del 19 de mayo de 1952, *Department of State Bulletin*, 26, 1952, p. 984.

- 9/ Foreign Sovereign Immunities Act of 1976, 90 Stat. 2891, 28 U. S. C. A. En adelante "Ley Federal de Inmunidades". La abreviación "Stat" es a la compilación legislativa United States Statutes at Large; la abreviación U. S. C. A. es a la compilación legislativa United States Code Annotated.
- 10/ Ley Federal de Inmunidades, *ibid*, sección 1603 (a) y (b).
- 11/ Ley Federal de Inmunidades, *ibid*, secciones 1610 (a)(2) y (b)(2); y 1605 (a) y (b).
- 12/ Informe del Comité del Senado sobre la Ley Federal de Inmunidades, Informe N° 1.310, 94th. Congress, 2d. Sess. 18, 1976.
- 13/ Ley Federal de Inmunidades, *ibid*, sección 1.603(d).
- 14/ En los años ochenta algunos países de América Latina experimentaron los efectos del cobro compulsivo. Véanse los artículos de Yepez y Figueroa en este mismo volumen.
- 15/ New York Banking Law, sección 9(g), McKinney Supp. (1980-81). La referencia es a la ley de bancos del Estado de Nueva York, publicada en un suplemento a la compilación legislativa McKinney.
- 16/ McKinney, *New York Debt and Credit Law*, sección 151, 1981; citado por F. Mayer, Jr. y M. Odorizzi, "Foreign Government Deposits. Attachment and Set-Off", *University of Illinois Law Review*, Symposium: Default by Foreign Government Debtors, 1982, pp. 300 en adelante, "Illinois".
- 17/ Mayer y Odorizzi, *ibid*, p. 304.
- 18/ McKinney, *Federal Rules of Civil Procedure*, 64; y *New York Civil Practice Law and Rules*, sección 6212(e), 1980.
- 19/ Ver N° II (B) anterior.
- 20/ Ley Federal de Inmunidades, *ibid*, sección 1603(d) y (e).
- 21/ Ver 12 *International Legal Materials*, 182, 1973, que transcribe fallo del Tribunal de París, del 29 de noviembre de 1972, "Corporación del Cobre v. Societe Bradden Copper Corp."; ver, también, G. Delaume, "Sovereign Immunity from Execution and Transnational Loans", en *Judicial Enforcement of International Debt Obligations*, Washington D. C., editado por D. Sasoon y D. Bradlow, 1987, p. 78.
- 22/ *Birch Shipping Co. v. United Republic of Tanzania*, 507 F. Supp. 311 (D. D. C. 1980). Esta cita y las que siguen incluyen los nombres de los litigantes y el número y página de la publicación (Federal Supplement). Las abreviaciones son al District Court del Distrito de Columbia o tribunal federal de primera instancia de ese distrito.
- 23/ *Liberian Eastern Timber Corp. v. Government of Republic of Liberia*, 659 F. Supp. 606 (D. D. C. 1987).
- 24/ Ley Federal de Inmunidades, *op. cit.*, sección 1611 (b)(1).
- 25/ E. Patrikis, "Immunity of Central Bank Assets under U. S. Law", *Sovereign Lending: Managing Legal Risk*, Londres, editado por M. Gruson y R. Reisner, Euromoney Publications, 1984. En adelante, "Patrikis".
- 26/ *Banque Compafina v. Banco de Guatemala*, 583 F. Supp. 320 (S. D. N. Y. 1984). Las abreviaciones son al tribunal federal del Southern District de Nueva York.
- 27/ *S X S Machinery v. Masinexportimport*, 706 F.2d. 411, 418 (2d. Cir.) 464 U. S. 850 (1983). La abreviación F. 2d. es a la publicación Federal Reporter; 2d. Cir. significa Corte de Apelaciones Federal del Segundo Circuito; y U. S. es la publicación de los fallos de la Corte Suprema Unites States Reports.
- 28/ "Electronic Data Corp. Iran v. Social Security Organization of the Government of Iran", N° CA3-79-218-F (N. D. Tex, junio 21, 1979). Citado por Patrikis, *ibid*, p. 100. La abreviación F es a la publicación Federal Reporter y N. D. es North District.
- 29/ En las páginas siguientes se explica la naturaleza de este artículo.
- 30/ Acerca de la doctrina del Acto de Estado en los Estados Unidos, véanse M. Leigh y M. D. Sandler, "Dunhill: Toward a Reconsideration of Sabbatino", *Virginia Journal of International Law*, verano de 1976, p. 16; y V. Rabinowitz, "Viva Sabbatino", *Virginia Journal of International Law*, verano de 1977, p. 17.

- 31/ Underhill v. Hernández, 168 U. S. 250, 18 S. CT. 83, (1897). La abreviación S. CT. es a la publicación Supreme Court Reporter.
- 32/ Bernstein v. N. V. Nederlandsche-Amerikaansche, 2d Cir., 210 F. 2d. 375 (1954).
- 33/ Department of State Bulletin, Washington D. C., 8 de mayo de 1949, p. 20.
- 34/ M. S. Mc. Dougal y R. Jasper, "The Foreign Sovereign Immunities Act of 1976: Some suggested Amendments", *Private Investors Abroad: Problems and Solutions in International Business in 1981*, Richardson, Texas, Southwestern Legal Foundation, 1981.
- 35/ La reacción que produjo Sabbatino llevó a la aprobación por el Congreso de las dos enmiendas Hickenlooper: 77 Stat 386 (1963) y 79 Stat. 653 (1964). Estas citas se refieren al número, página y año del United States Statute at Large en que se publicaron dichas leyes. La primera enmienda ordenó al Ejecutivo suspender la ayuda externa a países que no hubieran tomado medidas adecuadas en casos de expropiación o nacionalización de recursos o de repudiación o anulación de contratos con ciudadanos o empresas norteamericanas. La segunda enmienda tuvo por objeto prohibir a los tribunales aplicar la doctrina del Acto de Estado cuando el título de propiedad proviniera de una confiscación violatoria del derecho internacional.
- 36/ French v. Banco Nacional de Cuba, 23 N. Y. 2d, 46, 295, N. Y. S., 2d, 433, 242, N. E., 2d. 704 (1968). La abreviación N. Y. 2d. se refiere a la publicación New York Reports; N. Y. S. 2d significa West New York Supplement; y N. E. 2d significa Northeastern Reporter.
- 37/ El concepto de "orden público", aunque similar, no corresponde exactamente al de "public policy" utilizado por los tribunales norteamericanos en que predomina el factor discrecional.
- 38/ Citado por J. Dawson, "Unconscionable Coercion: The German Version", *Harvard Law Review*, abril 1976, pp. 1045-1126.
- 39/ Uniform Commercial Code (en adelante "U. C. C.:") Sección 2-302, citado por Dawson, p. 1045, *ibid.*
- 40/ Código Civil de Chile (C. C. Ch.), Artículo 1462.
- 41/ C. C. Ch., *ibid.*
- 42/ La Ley 99-85 (CN Civ. sala E. febrero 24, 1960). La Ley publica la jurisprudencia argentina; la abreviación CN CIV. sala E, indica la sala de la Corte Nacional de Apelaciones en lo Civil.
- 43/ La Ley, 104-365-JA, 961-VI-209. (CN Civ. Sala E, octubre 10, 1961).
- 44/ Triad Fin. Establishment v. Tumpane Co., 611 F. Supp. 157, 162 (N. D. N. Y., 1985).
- 45/ La situación de Brasil ha sido, en cambio, diferente. Su Procurador General ha afirmado que, en ninguno de los contratos de crédito externo firmados al amparo del decreto-ley Nº 1312/74, dicha República se ha sometido a la jurisdicción de tribunales extranjeros. Ver H. de Queiroz, "Divida Externa Brasileira", Brasilia, Ministerio de Fazenda, 1989, p. 57.
- 46/ Doctrina de la Procuraduría General de Venezuela, 55; (1977); confirmada por comunicación Nº 00000013, del 17 de enero de 1986, del Procurador al Ministro de Hacienda, anexa al Contrato de Reestructuración de la Deuda Externa de ese país, de febrero 24 de 1986.
- 47/ Sentencia del 8 de octubre de 1983, en juicio en contra de Aerolíneas Argentinas, la Ley, Jurisprudencia, p. 600, 1983, D.
- 48/ Decreto-Ley Nº 2349 (13 de octubre de 1978), publicado en el Diario Oficial Nº 30201 (28 de octubre de 1978).
- 49/ Decreto-Ley Nº 2349, Artículo 6, *ibid.*
- 50/ Decreto-Ley Nº 2349, Artículo 7, *ibid.*
- 51/ Ver, entre otros, W. Ebke, Article VIII, Section 2(b), "International Monetary Cooperation and the Courts", *The International Lawyer*, otoño 1989, p. 23.
- 52/ La CEPAL ha propuesto que el FMI aplique el mencionado artículo como instrumento de protección para deudores en procesos de ajuste. Véase CEPAL, *América Latina y el*

- Caribe: Opciones para Reducir el Peso de la Deuda, Santiago de Chile, marzo de 1990, p. 77.
- 53/ "J. Zeevi & Sons, Ltd. v. Grindlays Bank (Uganda) Ltd.", 37 N. Y., 2d. 220, 333 N. E. 2d. 168, 371 N. Y. S. 2d. 892, certiorari rechazado, 423 U. S. 866, S. Ct. (1975). Ver comentario de L. Nurick, "The International Monetary Fund Articles of Agreement", *Sasoon y Bradlow*, *ibid*, pp. 111-112. "Certiorari rechazado" significa que fue rechazado ese recurso cuyo objeto es la revisión del fallo por un tribunal superior.
- 54/ Nurick, *ibid*, p. 112.
- 55/ "Libra Bank Limited con Banco Nacional de Costa Rica", 570 F. Supp. 870 (S. D. N. Y.) 1983, en adelante "Libra Bank".
- 56/ Libra Bank, *ibid*, p. 900.
- 57/ U. C. C., Artículo 2-615, citado por T. Walde, "The Sanctity of Debt and Insolvent Countries: Defenses of Debtors in International Loan Agreements", *Sasoon y Bradlow*, *ibid*, p. 132.
- 58/ S. Amin, "The Theory of Changed Circumstances in International Trade", *Lloyds Maritime and Commercial Law*, 1982, p. 578.
- 59/ Declaración de la Comisión de Deudas de Guerra del Gobierno de Estados Unidos. Citada por P. Adams en "Strictly Business", *North American Review*, septiembre de 1931, p. 232.
- 60/ Informe Anual para 1932 de la Secretaría del Tesoro, Washington D. C., United States Government Printing Office, 1933.
- 61/ Hobart Rowen, "The Case for forgiving much of Poland's Debt", *Washington Post*, 24 de febrero de 1991, p. H. 4.
- 62/ CEPAL, Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1990 (LC/G. 1646), Santiago de Chile, diciembre de 1990, Cuadro 1.
- 63/ Para un análisis de las distintas recetas, véase CEPAL, *América Latina y el Caribe: Opciones para Reducir el Peso de la Deuda*, op. cit., y CEPAL, *Evolución de la Deuda Externa de América Latina y el Caribe*, en *Estudios e Informes de la CEPAL*, Nº 72, 1988, Santiago de Chile.
- 64/ Ver Allianz Versicherungs-Aktiengesellschaft v. SS. Eskisehir, y otros, 353 F. Supp. 84 (S. D. N. Y., 1972), citado por M. Gruson "Forum-Selection Clauses in International and Interstate Commercial Agreements", *Illinois*, *ibid*, p. 169.
- 65/ Carvalho v. Hull Blyth (Angola) Ltd., 1979 3 ALL E. R. 280 (CA). La abreviación es a la compilación *All England Law Reports*.
- 66/ Ver comentario de A. George, "Changed Circumstances and the Iranian Claims Arbitration: Application to forum Selection Clauses and Frustration of Contract", *George Washington Journal of International Law and Economics*, 1982, pp. 335-376.
- 67/ Ver American International Group, Inc. v. Islamic Republic of Iran, 657 F2d, 430, 435 n. 2 (D. D. C. cir 1981); y Touche Ross & Co. v. Islamic Republic of Iran, Nº 80-05202 (D. D. C., junio 15, 1981). Citados por George, *ibid*, p. 336.
- 68/ Documento OEA/Ser. A/28, 1979. Esta Convención reemplazó a la anterior de Montevideo, de fecha 11 de enero de 1889, firmada por Argentina, Bolivia, Paraguay, Perú y Uruguay. A la misma se adhirieron posteriormente Brasil y Colombia. En 1928, la VI Conferencia Panamericana de La Habana aprobó el Código de Derecho Internacional Privado o de Bustamante, cuyo Libro IV regula la ejecución de sentencias extranjeras. La Convención de Montevideo de 1979 reemplaza los instrumentos anteriores.
- 69/ Convención de Montevideo, *ibid*, Artículo 2do.
- 70/ Uniform Foreign Money Judgments Recognition Act, Public Law 87-187, 75 Stat. 415, 30 de agosto de 1961.
- 71/ Ver R. Von Mehren y M. Patterson, "Recognition and Enforcement of Foreign Country Judgments in the United States", *Law and Policy in International Business*, 1974, p. 37.
- 72/ Título 28, U. S. Code, párrafo 214.

- 73/ Sobre este tema consultar, H. Mairal, "Issues Arising from the Legal and Constitutional Validity of the Debt under the Debtor's Own Law", *Sasoon y Bradlow*, *ibid*; J. L. Pérez Zañartu, *Ensayo de una Teoría de Ejecución del Fisco Chileno*, Santiago de Chile, Editorial Universitaria S. A., 1957; y J. Dolinger, "Brazilian Confirmation of Foreign Judgments", *The International Lawyer*, verano de 1985, p. 19.

## APENDICE

### Fallos de tribunales estadounidenses en juicios contra entidades públicas latinoamericanas

A partir de 1982, los problemas de la crisis latinoamericana comienzan a ser conocidos por los tribunales de Nueva York con motivo de juicios iniciados en contra de algunas entidades públicas que han suspendido el pago de sus obligaciones.

Como veremos, estas decisiones son confusas y contradictorias y justifican el revuelo causado en círculos internacionales. Tales resultados no deberían sorprender si se considera la complejidad de las cuestiones planteadas y que se trata de tribunales nacionales que resuelven cuestiones financieras internacionales. Aunque desde un punto de vista latinoamericano estas decisiones tienen extraordinaria importancia, el número de los juicios no es aún significativo y sólo cabe señalar observaciones muy preliminares. Sin embargo, parece claro que en estas materias las doctrinas del Acto de Estado, inmunidad de jurisdicción y "orden público" continuarán teniendo una influencia decisiva.

Los juicios que mencionaremos son de dos categorías. La primera incluye aquellos reclamos originados por el incumplimiento de las obligaciones de un contrato de depósito en dólares en favor de un acreedor norteamericano. La segunda se refiere al reclamo en contra de una entidad pública que ha dejado de amortizar una o más cuotas de su deuda con un banco comercial por cuanto su gobierno ha dictado medidas de control cambiario que impiden obtener divisas para su pago.

Los juicios comentados son *Frankel v. Banco Nacional de México* (en adelante "Frankel");<sup>a/</sup> *Libra Bank Ltd. v. Banco Nacional de Costa Rica* (en adelante "Libra Bank");<sup>b/</sup> *Allied Bank International v. Banco de Crédito Agrícola de Cartago* (en adelante "Allied");<sup>c/</sup> *Braka v. Bancomer S. N. C. de México* (en adelante "Braka");<sup>d/</sup> *Callejo v. Bancomer, S. A. de México* (en adelante "Callejo");<sup>e/</sup> y *L'Européenne de Banque v. República de Venezuela* (en adelante "L'Européenne").<sup>f/</sup>

#### 1. Frankel

Este juicio se originó en la violación de las obligaciones de un contrato de depósito por el Banco Nacional de México, una entidad nacionalizada de propiedad del Estado mexicano. El tribunal acogió la inmunidad de jurisdicción y sostuvo que los actos objeto del litigio no eran los provenientes del certificado de depósito, sino las normas del gobierno mexicano para controlar su moneda. Señaló que la reclamación en contra del banco demandado no era otra que haber cumplido con las normas de control de divisas de su país. Para el tribunal, el control de divisas de México fue el acto público de un Estado so-

berano y agregó que “precisamente este es el tipo de acto gubernativo que no puede ser objeto de escrutinio judicial en conformidad a la doctrina de inmunidad soberana...”<sup>g/</sup>

Cabe recordar que en el juicio “French”,<sup>h/</sup> originado por la devaluación de los certificados de inversión cubanos, el tribunal, igualmente, desistió de revisar los actos del gobierno. Sin embargo, aunque el resultado fue idéntico, la doctrina en “French” fue la del Acto de Estado y no la de inmunidad de jurisdicción que, evidentemente, habría sido también la correcta en Frankel. Sin embargo, en el caso “Callejo”, se cambió nuevamente de criterio en la forma que se comenta más adelante.

## 2. Libra Bank

En 1981, el Banco Nacional de Costa Rica (en adelante Banco Nacional) propiedad del Estado de Costa Rica, incurrió en cesación de pagos en sus préstamos con Libra Bank. En noviembre de 1981, el gobierno prohibió a la República y entidades del sector público amortizar capital o intereses de la deuda externa sin previa autorización del Banco Central en consulta con el Ministro de Hacienda. Banco Nacional no obtuvo autorización y Libra exigió el pago de la totalidad de la deuda ante los tribunales de Nueva York. La demanda se basó en los pagarés extendidos por Banco Nacional que señalaban a esa ciudad como lugar de pago y en un cláusula del contrato en que Banco Nacional aceptaba ser demandado allá. Libra Bank exigió ejecución sumaria y Banco Nacional opuso como defensa la doctrina del Acto de Estado, alegando que el pago no se había efectuado debido a restricciones cambiarias de Costa Rica que no eran susceptibles de revisión judicial.

El tribunal acogió la demanda y rechazó la defensa con el siguiente razonamiento:

La Corte afirmó que el *status* de la deuda era Nueva York y no Costa Rica y, enseguida, desarrolló una analogía entre lo efectuado por Costa Rica y la confiscación por Irak de los bienes y propiedad del Rey Faisal II. En esa ocasión, los tribunales rehusaron dar efecto extraterritorial a los decretos de confiscación de Irak respecto de los bienes que Faisal poseía en Nueva York en virtud de que, si bien los decretos consistían en un Acto de Estado, éste sólo regía respecto de los bienes ubicados dentro del territorio de Irak; con respecto a aquellos situados en Estados Unidos, los tribunales darían curso a los decretos sólo en cuanto fueran “consistentes con la política y leyes de los Estados Unidos”.<sup>i/</sup> Se concluyó que los decretos no guardaban esa consistencia y se rehusó darles efecto.

En el caso de Costa Rica, el tribunal estimó que los decretos de 1981 tampoco podían tener efecto extraterritorial. Sin embargo, los actos equivalentes a la confiscación no eran los decretos sino que la decisión del gobierno de privar a Libra Bank del derecho de recibir el pago que le adeudaba Banco Nacional. Esta decisión del Gobierno de Costa Rica fue asimilada al acto de confiscación de Irak con la única diferencia, según la Corte, de que en este último caso la propiedad confiscada era tangible y, en cambio, en Costa Rica, era intangible. Después de concluir que el *situs* de la deuda era Nueva York,

el tribunal consideró inaplicable la doctrina del Acto de Estado por cuanto los actos de Costa Rica sólo podían tener efecto extraterritorial en la medida que fueran consistentes con la política y leyes de los Estados Unidos. Como los actos en cuestión fueron calificados de confiscatorios por no haber pago de compensación, y se estimó que ello “repugnaría a la Constitución y Leyes de Estados Unidos”, la Corte rechazó la defensa del Acto de Estado y acogió la demanda de Libra Bank. La defensa del Artículo VIII (2)(b) del Convenio del FMI fue, igualmente, rechazada.

Este fallo parece igualmente equivocado y demuestra desconocer las razones de orden público que llevan a un país afectado por una severa crisis fiscal a restringir la compraventa de moneda extranjera. La asimilación del acto de un gobierno que prohíbe pagos en divisas en el extranjero con la confiscación de los bienes de un monarca depuesto, y que sirve de fundamento a la sentencia, revela, en nuestra opinión, una lamentable confusión del tribunal.

### **3. Allied Fase I**

Los hechos que originaron este juicio son idénticos a los de Libra Bank. Allied Bank era el líder de un consorcio de 39 bancos que igualmente demandó en Nueva York a un grupo de bancos de propiedad del gobierno de Costa Rica que habían incurrido en cesación de pagos con motivo de los mencionados decretos de 1981.

Los demandados, en adelante “Banco de Cartago”, opusieron las defensas de inmunidad de jurisdicción y Acto de Estado. La primera defensa fue rechazada por estimar el juez que lo relativo al cobro de un pagaré constituye un acto comercial que no confiere inmunidad. En cambio, admitió la defensa del Acto de Estado por estimar que lo que impidió al Banco de Cartago cumplir sus obligaciones fueron las decisiones del Banco Central que los tribunales de Estados Unidos no podían revisar. Agregó el juez que “una decisión en favor de Allied en este caso involucraría una determinación de que los demandados tendrían que efectuar un pago en contravención a las directivas de su gobierno.”/ Esto, según el juez, pondría en pugna al Poder Judicial de los Estados Unidos con un gobierno extranjero, lo cual “perturbaría las relaciones del poder ejecutivo de Estados Unidos con el gobierno de Costa Rica”.<sup>k/</sup> Como se observa, el anterior fallo llegó a conclusiones diferentes a las de Libra Bank a pesar de que los hechos y defensas fueron los mismos.

### **4. Allied Fase II**

En julio de 1983, las partes se desistieron de la demanda mientras se renegociaba la deuda externa de Costa Rica. El 9 de septiembre, Costa Rica y el Banco Central suscribieron con Allied y sus representados un convenio de refinanciación pero, de los treinta y nueve bancos, uno rechazó el Convenio y continuó el juicio: Fidelity Union Trust Company of New Jersey (en adelante “Fidelity”).

El tribunal de alzada rechazó la apelación de Fidelity pero por razones diferentes a las de primera instancia. La Corte tuvo en consideración que la crisis económica de Costa Rica había llevado a los poderes ejecutivos y legis-

lativos de Estados Unidos a proporcionar auxilio económico a dicho país y que, además, en las negociaciones del Club de París, Estados Unidos había aprobado la renegociación de la deuda intergubernamental de Costa Rica. Esta circunstancia fue tomada en cuenta para rechazar el argumento de Fidelity sobre la inaplicabilidad de la doctrina del Acto de Estado debido a que el *situs* de las obligaciones era Nueva York y no Costa Rica. El razonamiento fue que, cuando los bienes u obligaciones afectados por la decisión de un gobierno extranjero están localizados en Estados Unidos, los tribunales sólo la reconocerán cuando sea “consistente con la política y Ley de los Estados Unidos”. El tribunal concluyó que las decisiones de Costa Rica que resultaron en la prohibición de pagar su deuda externa fueron consistentes con la ley y “el orden público” de Estados Unidos y se apoyó, para dicho efecto, en un fallo de 1883.<sup>1/</sup>

En suma, el tribunal resolvió que los decretos y decisiones de Costa Rica que impidieron al Banco de Cartago pagar sus obligaciones en Nueva York fueron consistentes con la ley y orden público de Estados Unidos y que su validez debía ser reconocida por los tribunales de ese país. Sin embargo, a pesar de tratarse de un fallo definitivo de una Corte de Apelaciones, el ejecutivo federal pidió a la Corte que revisara su propio fallo.

### 5. Allied Fase III

Como lo expresara un autor, “la decisión de la Corte de Apelaciones en el caso Allied produjo un estremecimiento en la comunidad financiera de Nueva York.<sup>m/</sup> Inclusive en Londres, con cierta fruición, se llegó a anunciar que Nueva York ya no era un lugar seguro para celebrar convenios de préstamo”.<sup>n/</sup>

La reacción no se dejó esperar. A las pocas semanas del fallo y en abierta contradicción con los principios de autonomía e independencia del poder judicial, el ejecutivo federal intervino en el proceso adjudicatorio y solicitó del tribunal la revocación de su propio fallo. La solicitud correspondiente fue presentada bajo la forma de “amicus curiae” (amigo de la corte) y firmada por los asesores jurídicos de los Departamentos de Estado, del Tesoro y de Justicia, y Fondo de Reserva Federal. Fue, igualmente, patrocinada por los bufetes de mayor prestigio del país en representación de diversos organismos no gubernamentales. En total, el documento fue firmado por unos 20 abogados.

Esta vez, el tribunal rechazó la aplicación de la doctrina del Acto de Estado y acogió la petición de Allied (Fidelity) en contra de Costa Rica.

El tribunal señaló que su anterior aplicación de la doctrina del Acto de Estado y cortesía internacional habrían estado basadas en la interpretación de que las acciones del gobierno de Costa Rica eran consistentes con las leyes y “orden público” de los Estados Unidos. Sin embargo, la solicitud del Ejecutivo demostraba que esa interpretación no había sido correcta por cuanto la suspensión unilateral de pagos de Costa Rica era contraria al sistema cooperativo de renegociación de la deuda puesto en vigencia por el FMI con el apoyo de los Estados Unidos.

En otras palabras, el tribunal aceptó la rectificación de los hechos en la forma presentada por el Ejecutivo norteamericano (a pesar de no ser parte en el juicio) y procedió, enseguida, a fundamentar un nuevo fallo. Aplicó, esta vez, un criterio similar al de *Libra Bank* para rechazar la doctrina del Acto de Estado. Señaló que el *situs* de la deuda no era Costa Rica porque los decretos reguladores no produjeron la totalidad de sus efectos allí. Además, observó que los préstamos de *Allied* tenían contactos muy directos y variados con Nueva York por ser éste el lugar de pago y con jurisdicción en el asunto.

Por lo tanto, al resolverse que el *situs* de la deuda estaba en Estados Unidos y que los actos de Costa Rica no produjeron sus efectos exclusivamente en su territorio, la doctrina del Acto de Estado no resultaba aplicable. Procedía, entonces, acoger la demanda y ordenar el pago de lo adeudado.

Se señaló, además, que los actos de un gobierno extranjero sólo pueden tener efecto en Estados Unidos en la medida que sean consistentes con las leyes y "orden público" de los Estados Unidos. En este caso, los decretos de Costa Rica fueron considerados como un intento de repudio de sus obligaciones contrario al mecanismo de solución del problema de la deuda apoyado por el FMI y los Estados Unidos. Por lo tanto, dichos decretos eran "...contrarios a los intereses de Estados Unidos, el mayor proveedor de crédito internacional privado" e "...inconsistentes con la legislación y política de Estados Unidos".<sup>9/</sup> Finalmente, en apoyo del rechazo de la defensa de Costa Rica, se invocó la siguiente consideración:

Los Estados Unidos tienen interés en asegurar que los acreedores de obligaciones que deban pagarse en Estados Unidos, en dólares de los Estados Unidos y en virtud de contratos sujetos a la jurisdicción de los tribunales de Estados Unidos, puedan confiar que sus derechos serán determinados, excepto en las circunstancias más extraordinarias, conforme a los principios generalmente aceptados del derecho contractual.<sup>10/</sup>

Como puede observarse, el anterior fallo estableció la presunción que, en una controversia judicial, los tribunales de Estados Unidos son los más calificados para determinar los derechos de los acreedores "conforme a los principios generalmente aceptados del derecho contractual".<sup>9/</sup>

## 6. **Braka**

Este fallo fue pronunciado algunos meses después de *Allied III* y, también se basó en la interpretación de la doctrina del Acto de Estado. Sus resultados, sin embargo, fueron diferentes. En este caso, el tribunal rechazó la demanda pero resolvió que el *situs* de la deuda no estaba en Nueva York sino en México. Por lo tanto, la doctrina fue declarada aplicable y el tribunal rehusó examinar la validez de los actos de México dentro de su territorio.

Los demandantes, *Braka*, compraron en 1981 certificados de depósitos (CD's) denominados en dólares y emitidos por *Bancomer*, entonces un banco privado mexicano. Los compradores, ciudadanos norteamericanos, efectuaban estas compras generalmente por teléfono y México era el lugar del depósito y pago de los CD's.

En agosto de 1982, antes del vencimiento del primer CD, el gobierno estableció que las obligaciones en México debían pagarse por su equivalente en pesos y prohibió los pagos en moneda extranjera. Posteriormente, el gobierno nacionalizó Bancomer y puso en vigor restricciones cambiarias. Luego, al vencer los CD's, estos fueron pagados en moneda mexicana al cambio oficial y los demandantes sufrieron una pérdida de consideración.

Los demandantes solicitaron indemnización de perjuicios ante los tribunales federales de Nueva York alegando violación del contrato y de las leyes federales sobre instrumentos comerciales. Bancomer opuso la defensa de inmunidad de jurisdicción y, en su defecto, la del Acto de Estado.

El tribunal resolvió que los CD's emitidos por Bancomer constituían un acto comercial y no de gobierno y que, por lo tanto, no gozaba de inmunidad. Sin embargo, la ausencia de inmunidad, según la Corte, no significaba necesariamente que el asunto fuera ajusticiable.

El tribunal examinó el *situs* de la propiedad afectada por los controles cambiarios —la obligación de pagar los CD's— y concluyó que, a diferencia de lo resuelto en *Allied III*, dicho *situs* se encontraba totalmente en México. Frente al argumento de no ser procedente el Acto de Estado por ser éste de naturaleza comercial, y no gubernamental, señaló que el acto eran los controles cambiarios adoptados por México y no las obligaciones comerciales de Bancomer. Rechazó, igualmente, ordenar el cumplimiento de las obligaciones de Bancomer por cuanto ello importaría “examinar la legalidad, validez o conveniencia de los actos o motivaciones de las resoluciones gubernamentales de un soberano extranjero dentro de sus fronteras”.<sup>17</sup> Sin embargo, el anterior criterio fue modificado, nuevamente, por “Callejo” que se menciona a continuación.

## 7. Callejo

Este fallo sintetiza las reglas aplicables a la modificación unilateral de un contrato de certificado de depósito (CD) originada por restricciones cambiarias y define el ámbito de aplicación de las doctrinas de inmunidad y Acto de Estado. Los hechos son semejantes a “Braka” pero con variantes que corresponde precisar.

La demanda fue presentada en contra de Bancomer por violación del contrato de depósito por compradores de CD's domiciliados en Texas. Bancomer, en cumplimiento de las regulaciones mexicanas, pagó los depósitos en pesos mexicanos a un tipo de cambio inferior al del mercado. El tribunal de primera instancia rechazó la demanda por falta de jurisdicción. La Corte confirmó este rechazo pero por razones distintas. En primer lugar, señaló que no procedía la Inmunidad de Jurisdicción por haberse originado la demanda en una actividad comercial exceptuada por la Ley Federal de Inmunidades. Por lo tanto, Bancomer no gozaba de inmunidad. Sin embargo, concluyó que, a pesar de tener jurisdicción, la demanda debía ser rechazada conforme a la doctrina del Acto de Estado.

Las principales consideraciones para el rechazo fueron las siguientes:

a) Inmunidad de Jurisdicción

El tribunal rechazó el argumento de que la nacionalización de Bancomer habría convertido a esa institución en una agencia de un gobierno extranjero y, por lo tanto, acogida a inmunidad. Señaló que la ley federal exceptúa de inmunidad a la actividad comercial de un ente público que tiene contactos sustanciales con Estados Unidos. Al respecto, el tribunal precisó que la demanda tuvo su origen en la venta de CD's por Bancomer (actividad comercial) y no en las regulaciones cambiarias de México. En este aspecto, el tribunal modificó el criterio de "Frankel" y coincidió, en cambio, con "Braka". Agregó que la nacionalización de Bancomer era irrelevante y rechazó, igualmente, el argumento de que Bancomer tenía inmunidad derivativa por el hecho de estar cumpliendo decisiones del gobierno.

Concluyó, también, que la infracción del contrato de depósito tuvo efectos directos en Estados Unidos y que éstos no fueron fortuitos sino previsibles. Para llegar a esta conclusión señaló que el lugar de pago de los certificados era irrelevante; lo importante era que Bancomer había mantenido una relación comercial con residentes norteamericanos y estos fueron perjudicados por esa relación.

b) Acto de Estado

El demandante alegó que la doctrina del Acto de Estado era inaplicable por cuanto (1) las regulaciones cambiarias de México constituyeron un acto comercial y no de gobierno; (2) la doctrina no se aplica cuando el acto viola un tratado internacional, en este caso, el convenio del FMI; y (3) el *situs* de los certificados fue Texas y no México, y, por lo tanto, se aplicarían las leyes de Estados Unidos y no las de México. El tribunal rechazó los anteriores argumentos con las razones siguientes.

Señaló que en el caso *Dunhill v. República de Cuba*,<sup>s/</sup> se estableció que el Acto de Estado no era aplicable a la repudiación de una obligación comercial de un Estado extranjero o sus dependencias. Pero, en dicho caso, el acto realizado consistió en la repudiación por Cuba de una obligación específica. En cambio, en "Callejo", México promulgó regulaciones generales en respuesta a una crisis nacional. Por lo tanto, las situaciones eran diferentes y el acto de México era de gobierno y no comercial como el de Cuba en "Dunhill".

Los tribunales, hasta ahora, no se han pronunciado acerca de si la violación por un país del convenio con el FMI constituye o no una excepción a la aplicación de la doctrina del Acto de Estado. La norma del convenio del FMI es el Artículo VIII (2)(a) que se refiere a "transacciones internacionales corrientes" en oposición a "transferencias de capital". Los tribunales han considerado que la anterior disposición es complejísima y de difícil interpretación. Sin embargo, en este caso, los tribunales no requieren pronunciarse por cuanto el Departamento Legal del FMI ha señalado que las regulaciones cambiarias de México serían consistentes con el Artículo VIII (2)(a).<sup>1/</sup>

Dado que la determinación del FMI es considerada definitiva en esta materia, ello significa que México no habría violado un tratado internacional

y, por lo tanto, no sería aplicable la excepción a la doctrina del Acto de Estado invocada por el demandante.

En lo referente al *situs* de las obligaciones el tribunal concluyó que estaba en México. Su análisis se basó en los criterios aplicables a la determinación del *situs* de obligaciones intangibles. Hizo, al efecto, un distingo con lo resuelto en el caso de "Tabacalera".<sup>u/</sup> En dicho caso, los tribunales rechazaron las medidas del gobierno cubano que afectaban las obligaciones de una firma norteamericana en Florida y concluyó que las obligaciones de un deudor norteamericano no podían quedar regidas por un decreto extranjero. En cambio, en "Callejo", la situación sería la inversa porque el deudor sería extranjero y el acreedor norteamericano. Señaló que en el caso de obligaciones adeudadas por bancos extranjeros a norteamericanos, la determinación del *situs* debía incluir otros factores, además del lugar donde se efectuó el depósito. Dichos factores debían incluir el lugar de pago, la intención de las partes en cuanto a la ley aplicable y el grado de participación del sistema bancario norteamericano en la transacción. Después de analizar estos factores, el tribunal concluyó que la deuda estaba ubicada en México y sujeta a las leyes mexicanas.

En suma, se rechazó la inmunidad por cuanto la violación del contrato de depósito fue considerado un acto comercial con efectos en Estados Unidos y, por lo tanto, comprendido dentro de las excepciones de la Ley Federal de Inmidades. Pero, al mismo tiempo, se determinó que el *situs* de las obligaciones estaba en México. Por lo tanto, las regulaciones cambiarias que impidieron el cumplimiento de las obligaciones del deudor tuvieron efecto dentro de México y justificaron la aplicación de la doctrina del Acto de Estado. Sobre esta base, el tribunal rehusó juzgar la validez de las regulaciones cambiarias que impidieron cumplir el contrato y rechazó la demanda.

## 8. L'Européenne

L'Européenne (en adelante "EUR") fue el banco agente de un consorcio que suscribió un contrato de préstamo y de depósito con un banco privado de Venezuela y, su subsidiaria, Sociedad Financiera de Comercio, C. A. (en adelante "SFC"). EUR, a su vez, era el sucesor del Banco Rothschild nacionalizado por Francia en 1982. En 1984, SFC dejó de pagar sus obligaciones con EUR pero después de ciertas negociaciones reinició los pagos. En 1985, Venezuela, de acuerdo con su legislación bancaria y mercantil, ordenó la intervención de la administración de SFC. En 1986, Venezuela revocó la autorización para funcionar de SFC y ordenó su inmediata liquidación.

Al suspenderse los pagos adeudados al consorcio con motivo de la liquidación, EUR demandó ante los tribunales federales de Nueva York a la República de Venezuela, SFC y a tres sociedades establecidas en Nueva York, con bienes raíces en esa ciudad y cuyo único accionista era una subsidiaria de SFC.

Simultáneamente con la demanda, EUR solicitó y obtuvo una orden de embargo y una Orden Preventiva Temporal sobre los bienes raíces de las sociedades de Nueva York.<sup>v/</sup> Este juicio tuvo particularidades especiales por el

hecho de involucrar a un demandante y un demandado extranjero ante los tribunales federales de Nueva York.

La primera cuestión que debió resolverse fue, por lo tanto, la de determinar si acaso el tribunal tenía jurisdicción con relación a la materia discutida. Sobre este punto el tribunal, basado en la Ley Federal de Inmunidades, admitió tener jurisdicción sobre la materia pero, en cambio, no tenerla sobre la persona del demandado, la República de Venezuela. Sin embargo, al admitir su jurisdicción sobre la materia, sentó el importante precedente que se comenta más adelante.

EUR argumentó que la intervención y liquidación de SFC por Venezuela era equivalente a una nacionalización de "facto"; sostuvo, además, que Venezuela carecía de inmunidad por haber realizado una expropiación contraria al derecho internacional. Venezuela rechazó este argumento y sostuvo que sus medidas fueron actos de gobierno destinados a proteger los intereses de los depositantes.

El tribunal reconoció que en los juicios provocados por la revolución cubana, una "intervención" en la administración de una empresa fue equiparada a una "nacionalización". Sin embargo, consideró que la situación planteada en este caso era diferente y, por lo tanto, rechazó la petición de EUR.

El tribunal resolvió que la intervención de Venezuela en los negocios de SFC no fue un acto gubernamental sino comercial, lo cual fue corroborado por el hecho de que fue preservada la estructura legal y comercial de SFC.

En cuanto al segundo requisito para poder ejercer jurisdicción sobre un Estado extranjero, esto es, que el acto comercial tuviera efectos directos en Estados Unidos, el tribunal concluyó que ese acto era la decisión de Venezuela de liquidar SFC. Para el tribunal esta liquidación fue considerada equivalente a la repudiación de una deuda por parte de Venezuela. Sin embargo, hasta la fecha, esta excepción a la inmunidad de un gobierno extranjero había sido admitida solamente cuando el acto comercial consistía en el no pago de una deuda a un acreedor norteamericano. Jamás habían los tribunales norteamericanos invocado jurisdicción sobre un Estado extranjero — como Venezuela — cuando el acreedor era igualmente extranjero, como EUR. El tribunal, por lo tanto, innovó y concluyó que, no obstante ser el acreedor extranjero, razones de orden público determinaban que el acto (la repudiación de la deuda por Venezuela) había tenido efectos directos en Estados Unidos. Basó esta conclusión en el interés de Estados Unidos de dar seguridades a aquellos acreedores extranjeros que han designado a Estados Unidos como lugar de pago y foro jurisdiccional. Apoyó el tribunal esta conclusión utilizando argumentos similares a los empleados en el anteriormente mencionado fallo de "Allied III".

En este caso, EUR (entidad extranjera) había abierto una cuenta en Nueva York y debía ser pagado en dólares, también, en Nueva York. Por lo tanto, EUR era un "acreedor en el cual Estados Unidos estaba interesado",<sup>w/</sup> y este interés era suficiente, según el tribunal, para que la "repudiación" de la deuda por Venezuela fuera considerada por el tribunal como habiendo producido efectos directos en los Estados Unidos.

Sin embargo, a pesar de admitirse que el tribunal tenía jurisdicción sobre la materia se concluyó que no la tenía sobre la persona del deudor: Venezuela. Se señaló que la selección de un foro jurisdiccional en un contrato sólo es válida cuando forma parte de una “libre negociación internacional exenta de fraude, influencia indebida o poder de negociación desigual”.<sup>x/</sup> Se estimó que Venezuela no negoció libremente con la administración de SFC las obligaciones de esta última con EUR sino que intervino con posterioridad con motivo de una crisis financiera. Además, el tribunal consideró que las cláusulas de selección de un foro no serían exigibles cuando infringen el “orden público” del foro en que se sigue el juicio. En este caso, el “orden público” del foro (Estados Unidos) establecía que una renuncia tácita de inmunidad debía ser interpretada restrictivamente. Por lo tanto, se concluyó que no podía obligarse a Venezuela a que aceptara la jurisdicción del tribunal estipulado en el contrato entre EUR y SFC por cuanto ello contravendría el principio de “orden público” que exige interpretar una cláusula de renuncia tácita de inmunidad de manera restringida.

Puede observarse la extraordinaria liberalidad del tribunal para aplicar la doctrina del “orden público”. Como sabemos, justificada la aplicación de la doctrina del “orden público”, los tribunales no pueden admitir la aplicación de una ley extranjera que la contravenga. En este caso, la aplicación del “orden público” de Estados Unidos significó reconocer la Inmunidad de Jurisdicción de Venezuela y el rechazo de la demanda por esta exclusiva razón. Sin embargo, a pesar de este resultado, lo resuelto respecto de los efectos de un acto comercial de un Estado extranjero sobre un acreedor extranjero en Estados Unidos quedaron plenamente vigentes. En otras palabras, quedó establecido el principio de que los tribunales de Estados Unidos tendrían jurisdicción para resolver controversias entre un acreedor y un deudor extranjeros cuando el acreedor tuviera abierta una cuenta bancaria en dólares en Estados Unidos y designado a ese país como lugar de pago y foro jurisdiccional.

### Notas bibliográficas al apéndice

- a/ Frankel v. Banco Nacional de México N°82-6457 (S. D. N. Y., 31 de mayo de 1983); en adelante “Frankel”.
- b/ Ver nota 55 en el texto principal.
- c/ Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola de Cartago, 566 F. Supp. 1440 (S. D. N. Y. 1983). En adelante “Allied I”.
- d/ Braka v. Bancomer, S. N. C., 762 F. 2d. 222, (2d Cir. 1985); en adelante “Braka”.
- e/ Callejo v. Bancomer, S. A. 764 F. 2d 1101 (5 Cir. 1985); en adelante “Callejo”.
- f/ L'Européenne de Banque v. la República de Venezuela, 700 F. Supp. 114, 123, (S. D. N. Y. 1988); en adelante “L'Européenne”.
- g/ Frankel, *op. cit.*
- h/ Ver nota 36 en el texto principal.
- i/ Republic of Irak - First National City Bank 352 F 2d 47 (2d Cir. 1965), cert. rechazado, 382 U. S. 1027 (1966).
- j/ Allied I, *ibid.* Para un análisis económico del problema de Costa Rica véase el artículo de Rodríguez en este mismo volumen.
- k/ *Ibid.*

**COBRO JUDICIAL DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA ...**

---

- l/ Canada Southern Railway Co. v. Gebhard, 109, U. S. 527 (1883).
- m/ Lee C. Buchheit, "Act of State and Comity: Recent Developments" (en adelante "Buchheit"); Sasoon y Bradlow, *ibid*, p. 102.
- n/ *Financial Times*, 24 de mayo de 1984, p. 36.
- o/ Allied Bank International v. Banco de Crédito Agrícola de Cátago, 757 F. 2. 516 (2d. Cir. 1985). En adelante, "Allied III".
- p/ Allied III, *ibid*.
- q/ *Ibid*.
- r/ Braka, 225, *op. cit*.
- s/ Dunhill v. República de Cuba, 425 U. S. 682, 705, n. 18, 96 S. Ct., 1854, 1863, 48 L. Ed. 301.
- t/ El artículo VIII (2) (a) del Convenio del FMI dispone lo siguiente: "a) Con sujeción a lo dispuesto en el apartado b) de la Sección 3 del Artículo VII y en la Sección 2 del Artículo XIV, ningún país miembro impondrá, sin la aprobación del Fondo, restricciones a los pagos ni a las transferencias por transacciones internacionales corrientes".
- u/ Tabacalera Severiano, Jorge, S. A. v. Standard Cigar Co. certiorari rechazado, 393 U. S. 924, 89 Corte Suprema, 255, 21, L. Ed. 2d. 260 (1968).
- v/ Este juicio abarcó otras materias que no son relevantes en este trabajo.
- w/ Bremen v. Zapata Off-Shore Co., 407 U. S. 1, 12-14 (1972).
- x/ *Ibid*.