

ENSAYO

AMERICA LATINA Y SU CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL*

David Gallagher**

Desde 1982, casi todos los países de América Latina enfrentan una grave crisis de financiamiento externo. El autor traza el proceso de acumulación de deuda en la década anterior, cuando hubo una oferta sin precedentes de fondos de intermediación bancaria. Postula que si bien la crisis fue provocada, finalmente, por un deterioro de los términos de intercambio de los deudores y una fuerte disminución en la oferta internacional de fondos, el proceso de acumulación de deuda era insostenible y la crisis por lo tanto inevitable. En cuanto a las posibles soluciones, el autor piensa que se está agotando el actual proceso de negociaciones y que serán necesarias soluciones más duraderas y sostenibles al problema. Probablemente éstas tendrían que ser provocadas por alguna acción coordinada de los países deudores, ya que los bancos procuran preservar el statu quo.

I

Introducción

El siguiente trabajo está dividido en cuatro secciones.

En la primera sección describimos el proceso de acumulación de crédito de fuentes bancarias externas en la década del setenta. Procuramos despejar del ambiente algunas versiones emotivas de dicho proceso que todavía persisten, para demostrar que acreedores y deudores son igualmente responsables. Enseguida analizamos el

* Centro de Estudios Públicos, 14 de diciembre de 1983. Una versión anterior de este trabajo fue publicada por el CEP como Documento de Trabajo N° 21, diciembre, 1983.

** Ex profesor Saint Antony's College, Oxford University. Ex director Morgan Grenfell & Co. Ltd. Actualmente Consultor de Finanzas Internacionales.

desenlace de este proceso en 1982. Nuestra hipótesis es que si bien el deterioro de los términos de intercambio de los países deudores, y la disminución de la oferta de crédito internacional, aceleraron el desenlace, era inevitable y habría ocurrido tarde o temprano.

En la segunda sección sugerimos algunas lecciones que se pueden extraer de la crisis.

Finalmente, en la tercera sección, examinamos el precario statu quo actual, y algunas soluciones extremas que se han propuesto. Sugerimos que hay que distinguir conceptualmente entre aquellas soluciones que producen una ruptura definitiva del sistema financiero internacional actual, y aquellas que modifican el statu quo sin romper dicho esquema. Creemos que todavía hay espacio para encontrar soluciones que, sin romper el sistema financiero internacional, permitirían un crecimiento sostenible en las economías de los países deudores.

II

Orígenes de la crisis

Es necesario despejar del ambiente las muchas visiones emotivas que todavía existen de cómo se originó la crisis financiera externa de América Latina. En algunos círculos de las naciones acreedoras se critica a los países deudores por haber sido irresponsables: el endeudamiento era una manera cómoda de sustituir el ahorro nacional, fue irresponsablemente asignado a proyectos faraónicos, a armamentos, a consumo excesivo, a financiar déficit, evitar ajustes, etc.; permitió que los países deudores siguieran una política demagógica de restringir la inversión extranjera directa, ya que sustituyó a ésta; a veces ni siquiera entró al país, llegando a parar en cuentas numeradas suizas y finalmente, la irresponsabilidad de los deudores llegó al punto de que comenzaron a financiar déficit estructurales con créditos a corto plazo.

En los países deudores, por su lado, existen algunas visiones igualmente emotivas en que éstos aparecen como víctimas de las grandes potencias y de bancos irresponsables que les obligaron a tomar préstamos que nadie quería, o por último —en ciertos círculos— de la "lógica del capital", o del "capitalismo dependiente". Por otro lado, la crisis de deuda tiene usos internos tanto en los países acreedores como en las naciones deudoras, y sirve para criticar a gobiernos, banqueros y empresarios. No es que no haya alguna verdad en algunos de estos planteamientos. El problema es que estas visiones tienden a abrir una peligrosa brecha de percepción entre acreedores y deudores, y tienden a estimular soluciones drásticas y hasta vengativas del problema, debido a que éste es postulado como un problema de "buenos contra malos".

Procuraremos, a continuación, describir una secuencia de acontecimientos que, en los últimos quince años, desembocaron en la

crisis actual, y que demuestran como tanto los acreedores como los deudores fueron afectados por variaciones en la oferta internacional de crédito.

Crecimiento de la intermediación bancaria internacional: 1970-81

Hasta fines de la década del 60, la gran parte de los flujos de ahorro de los países desarrollados a los países en desarrollo provenían o de fuentes oficiales —gobiernos o agencias multilaterales como el F.M.I. y el Banco Mundial— o en forma de inversión directa. Los créditos externos privados a países en desarrollo eran escasos. Hacia fines de la década, con el surgimiento del mercado de eurodólares, empiezan a cobrar importancia los créditos privados, en especial a los países en desarrollo más grandes como Brasil y México, y a partir de 1973-4, con la crisis del petróleo, la intermediación de la banca privada internacional empieza a crecer exponencialmente.

Hay varias razones para este crecimiento, que con pequeños altibajos en 1974-6, continúa hasta 1981.

- 1) Las dos crisis de petróleo, 1973-4 y 1978-9, producen un importante desequilibrio financiero, tanto entre países como entre sectores de un solo país. En el período 1960-72 la suma promedio de los desequilibrios en cuenta corriente del mundo equivalía al 1% del producto agregado mundial; durante el resto de la década, estos desequilibrios equivalieron al 2% de dicho producto agregado. Estos desequilibrios fueron financiados primordialmente por intermediación bancaria, y como resultado, el crédito bancario bruto internacional creció en un 290% real entre 1973 y 1980¹.
- 2) Durante la década del setenta, fue alta la inflación mundial, en comparación con la década anterior. Como consecuencia las inversiones internacionales —no sólo de la OPEP— tendieron a abandonar instrumentos a tasa fija y plazo largo (bonos), volcándose a depósitos bancarios de corto plazo a tasa flotante, alimentando aún más la oferta de fondos de intermediación bancaria. Cabe agregar que en los países OCDE, por lo menos, parece haber además una correlación entre inflación y ahorros personales: a medida que crece la tasa de inflación los ahorran-tes incrementan su stock de ahorro nominal como proporción de sus ingresos para mantener su stock de ahorro en términos reales. Por tanto en este período también aumentó la tasa de ahorro personal en los países OCDE.
- 3) Debido a la necesidad de absorber toda esta liquidez, los bancos, reacios a rechazar depósitos, permiten que disminuya su capital como proporción de sus activos, de aproximadamente

1. Morgan Grenfell Economic Review, agosto, 1983.

- 4 1/2% al comienzo de la década a menos de 3 1/2% en 1982 (en el caso de los cien bancos internacionales más grandes)².
- 4) Cada vez más bancos participan, con el tiempo, en la intermediación internacional aumentando aún más la base de capital de los activos internacionales. Así hasta 1976, casi todo el aumento de activos internacionales proviene de los grandes bancos norteamericanos. El aumento de oferta es sostenido después por bancos europeos y japoneses, y finalmente, hacia fines de la década, por bancos regionales norteamericanos.
 - 5) No sólo crece la cartera internacional de los bancos como proporción de su cartera total: hay cierta reestructuración de cartera hacia los países en desarrollo, y dentro de ese proceso, una reestructuración que favorece a ciertas áreas, en especial a América Latina y, por último, a países determinados³. Todo esto da una ilusión de oferta ilimitada de crédito, en especial en el caso de países que entran tardíamente al mercado y que son vistos por los bancos como "deudores vírgenes"⁴. Este es el caso de Chile, que debido a problemas de estabilidad y a la renegociación de la deuda en 1974-5, no logra entrar en forma significativa al mercado hasta 1976-7. Desde entonces y hasta 1981 la deuda chilena con bancos internacionales aumenta a un promedio anual del 55%, mientras que el capital de los bancos aumenta en tan sólo unos 10-15% al año.

Antes de ver cómo se comienzan a revertir, hacia fines de 1981, estos principales procesos, examinemos algunos de los efectos que tiene esta enorme liquidez en los incentivos y las decisiones tanto de los bancos como de los países deudores.

Los bancos hacen análisis de crédito poco cuidadosos

Frente al enorme incremento de sus depósitos que la demanda interna de sus propios países no puede absorber, los bancos incrementan su cartera internacional y buscan diversificarla, sintiéndose protegidos por la mera diversificación de riesgo correspondiente. Los costos de información son demasiado altos para que cada banco haga un análisis minucioso de cada riesgo. Los bancos entonces recurren a cifras globales para cada país provistas por el FMI y el Banco Mundial, y a la información provista por las autoridades de cada país.

2. Morgan Grenfell, op. cit.

3. John Williamson, *Problemas y escenarios de los mercados internacionales de capitales y la deuda externa*, en Ricardo Ffrench-Davis, *Las relaciones financieras externas*, pp. 140-45. México, 1983.

4. Ver Robert Devlin, CIEPLAN: Nota Técnica N° 60, noviembre 1983. Este es un excelente estudio de las experiencias de Perú y Bolivia como "deudores vírgenes".

Los créditos son además generalmente sindicados; participan varios bancos (en algunos casos más de 100) en cada crédito. Así, los bancos se sienten respaldados entre sí, y los bancos más pequeños, con costos relativos de información mayores, se guían casi exclusivamente por las recomendaciones que hacen los bancos más grandes. Esta tendencia a imitar lo que hacen los más grandes y a tomar decisiones en conjunto ha llegado a ser llamada "instinto de rebaño" en el mercado de eurodólares. Cada banco se ve respaldado por la decisión de otro, a pesar de que su fuente de información es la misma.

Debido a la presión por colocar activos, la función marketing tiende, en todo caso, a predominar sobre la función análisis, y así el crédito se va transformando, de un recurso escaso a ser racionado, a un producto a ser vendido, en un contexto altamente competitivo. El funcionario bancario que está en el terreno sabe que será ascendido si logra incrementar la cartera.

En la primera época el mismo influjo de crédito da la apariencia, además, que la performance del deudor está rápidamente mejorando, en especial si el deudor no puede absorber todo el crédito y por tanto crecen sus reservas. Incentivados al optimismo, los banqueros externalizan los efectos que ellos mismos producen.

El deudor se cree frente a una oferta infinitamente elástica

Los hechos empíricos parecen confirmar que hay una oferta infinitamente elástica de crédito. Es fácil creer, en especial, que un "país pequeño" tendrá siempre acceso a una oferta infinitamente elástica de crédito externo en relación a sus modestas demandas. Si bien esta creencia está basada en un aparente desprecio por información incómoda que el mercado de vez en cuando entrega, tiene importantes efectos en los procesos de decisiones de los países deudores.

Tienden por ejemplo a ganar terreno modelos económicos que justamente postulan una elasticidad infinita de crédito externo. En el Cono Sur, por ejemplo, predominan modelos que suponen que la cuenta de capitales compensa automáticamente a la cuenta corriente. Esto no siempre fue así. Como dice John Williamson, "a mediados de la década del cincuenta ... lo más próximo de una teoría de la cuenta de capital era la idea de que un déficit en cuenta corriente tendía a erosionar la confianza, y en consecuencia a inducir a una salida de capitales, y se suscitaba la situación inversa en presencia de un excedente"⁵. Esta antigua "teoría" estaba en el fondo cercana a la realidad ya que los bancos normalmente, cuando no hay la enorme liquidez internacional que caracterizó a este período, tienden a reaccionar negativamente cuando observan un déficit persistente excesivo en cuenta corriente, y éste es, probablemente, el indicador que con más cautela observan.

5. John Williamson, op. cit. p. 197.

Durante la década del setenta es indudable que frente a la enorme oferta de fondos prestables, los bancos más bien tendieron a racionalizar los déficit en cuenta corriente de sus deudores, salvo en casos extremos como Zaire, Polonia, Perú y Turquía. Mientras tanto parecía plausible sostener la teoría de que el ajuste de las cuentas externas se produce automáticamente a través del ingreso de capitales autónomos.

Es así que a partir de 1978-9 predominaron en Chile y en Argentina versiones del monetarismo global que dependían de un ingreso ilimitado de capitales, por lo menos mientras había "atraso cambiario", y que tendían oportunamente a crear, a través del incremento de las importaciones, la demanda por crédito que los bancos, con su enorme liquidez, buscaban. En Argentina los déficit en cuenta corriente fueron compensados "automáticamente" por ingreso de capitales autónomos hasta marzo de 1980, cuando la quiebra del mayor banco comercial del país concentró la mente de la banca internacional y la obligó a abandonar sus racionalizaciones⁶. Desde entonces se inició un proceso de pérdida de reservas, que el Gobierno intentó, infructuosamente, detener con aumentos de la tasa de interés interna, y con la eliminación del plazo mínimo de un año para efectuar amortizaciones de los créditos externos, medida, esta última, similar a la cual se recurrió en Chile en 1981.

En otros países, la enorme oferta de crédito externo contribuyó a producir otros modelos, muy distintos y más heterodoxos, pero siempre tendientes a crear la demanda de crédito que los bancos buscaban. En México, Brasil y Venezuela los créditos externos fueron captados mayoritariamente por empresas estatales para enormes inversiones en infraestructura e industria básica. En todos estos países se creó un clima de incentivos en el sector estatal, conducente a elaborar proyectos de inversión con la máxima urgencia, para aprovechar cuanto antes los créditos externos. En estos casos la contrapartida del análisis de riesgo poco cauteloso de los bancos ya mencionado, era el escueto análisis que hacían los países deudores de sus proyectos. Eventualmente, la enorme deuda acumulada generaba un déficit crónico en cuenta corriente por concepto de intereses y los bancos se ponían cada vez más cautelosos y reacios a prestar. Entonces, debido a que los bancos internacionales siempre encuentran algunos recursos marginales para financiar la exportación de bienes de capital por parte de sus propios clientes nacionales, estos deudores —en especial Brasil— comenzaron a idear proyectos de inversión con prácticamente el solo objeto de captar recursos para compensar el déficit en cuenta corriente. En Brasil ya en 1976-7 —o sea muy temprano en el proceso— pesaba mucho en la toma de decisiones de inversión el potencial del proyecto para captar recursos

6. Roberto Frenkel, *La apertura financiera externa: el caso argentino*, en Ffrench-Davis, op. cit. p. 156.

externos durante el período de construcción: éste era incluso a veces un factor más importante, en la toma de decisiones, que la capacidad eventual del proyecto para captar o ahorrar recursos a través de su producto. O sea, Brasil, ya en 1976-7 a veces no se endeudaba para invertir, sino que invertía para endeudarse. Debido a que el sine qua non del proceso era importar bienes de capital, se perjudicaba además a la industria brasileña de bienes de capital, llegando a veces a evitar su participación, vía la negociación directa de los contratos con empresas extranjeras.

Como resultado Brasil tiene actualmente un sector estatal sobredimensionado y sobrecapacitado.

Hay una brecha de información entre deudores y acreedores

Durante todo este período de bonanza, que va de 1973 a 1981 aunque para varios países termina mucho antes, parece irse gestando una brecha de información entre deudores y acreedores. Mientras que en círculos oficiales de algunos países deudores se persiste en la creencia de que hay una oferta infinitamente elástica de crédito externo, la oferta se está volviendo, en realidad, cada vez más inelástica, debido a que los bancos están llegando a "límites geográficos" prefijados prudencialmente para cada país, y expresados, si bien poco científicamente, como porcentaje del capital o de los activos totales del banco acreedor. Así, en el período 1975-82 el crédito bancario a los 21 principales países en desarrollo crece a una tasa promedio del 25% anual. En el caso de algunos países, el crecimiento es notablemente mayor: hemos visto que en el caso de Chile es del 55% anual promedio. Mientras tanto, el capital de los principales acreedores del mercado —los bancos norteamericanos— están creciendo en tan sólo el 10-15% anual promedio. Si la exposición de los bancos a un deudor está creciendo más rápidamente que su capital, y a la vez se ha prefijado un límite expresado como porcentaje de ese capital, es fácil ver que tarde o temprano se va a llegar a ese límite, y que de allí éste sólo podrá crecer al ritmo del capital de los bancos. Ya a mediados de la década se vuelven comunes en la jerga del mercado de eurodólares frases como "estamos copados" o "llegamos a nuestros límites", como razón dada por bancos para no participar en un crédito sindicado. El problema es que justo a medida en que la oferta de crédito se hace cada vez más inelástica, se hace cada vez más inelástica la demanda, debido a la necesidad de captar recursos para financiar el déficit ya crónico en cuenta corriente que los intereses de la misma deuda ocasionan.

En la última etapa del proceso, justo antes del desenlace previsible, sólo quedan disponibles recursos marginales a corto plazo, y los deudores recurren cada vez más a ellos. Quedan estos recursos porque los bancos suelen subdividir su "límite" para cada deudor entre mediano y corto plazo, con un monto asignado a cada rubro. El rubro corto plazo en general no se ha utilizado porque el deudor

ha procurado defender su perfil de deuda, con disposiciones que limitan o prohíben la entrada de créditos a menos de uno o dos años. Frente a la crisis estas disposiciones son poco a poco abandonadas. Los bancos por su lado creen, no sin optimismo, que los créditos a corto plazo son de bajo riesgo y altamente flexibles: se pueden retirar al primer indicio de peligro o enseguida se encuentre un mejor uso alternativo. Tal es la brecha de información en algunos casos que ciertos deudores creen estar acumulando un "pool" permanente de deuda a corto plazo. Es así que los 21 principales países deudores en desarrollo han acumulado, a fines de 1982, una deuda a corto plazo de US\$ 130.000 millones, aproximadamente un cuarto de su deuda total con bancos privados.

El desenlace de la crisis ocurre generalmente cuando algún factor gatillante o una combinación de factores concentra la mente de la banca y revierte el instinto de rebaño a uno de pesimismo colectivo. El factor gatillante puede ser la quiebra de un banco o de un conglomerado en el país deudor, un cambio político brusco, una guerra o incluso una crisis en un país vecino o cercano, puesto que los bancos tienden a estar organizados en áreas geográficas que agrupan a varios países y tienden a conceptualizar como un todo a ciertos grupos de países: "países socialistas", "países latinoamericanos", etc.

De acuerdo a lo que Keynes llamó "concurso de belleza", cada banco actúa según lo que cree los otros van a hacer, y se apresura justamente a retirar o a no renovar las líneas de crédito a corto plazo cuya acumulación fue el último recurso del deudor para evitar la crisis. Justo cuando la demanda de crédito del deudor llega a su máximo grado de intensidad, los bancos se apresuran a retirar créditos, acelerando la crisis y agravando sus consecuencias. El deudor sufre una explosiva caída en sus reservas, y finalmente es inevitable la moratoria o renegociación.

Los Límites de la oferta

Hemos visto que en algunos países deudores —en especial Chile y Argentina— había modelos que postulaban a pesar de todo, y a pesar de que estas crisis se gestaron aisladamente en varios países durante la década, una oferta infinitamente elástica de crédito externo. Tanta vitalidad tenían estas teorías que por ejemplo en Chile, todavía a comienzos de 1983, se sostenía en ciertos círculos que era necesario estimular la demanda por crédito externo del sector privado, cuando manifiestamente ya no existía oferta para dicho sector.

La seductora teoría de que existe una elasticidad infinita de oferta de crédito externo para un país chico debido a la asimetría de escala entre la oferta y la demanda y que por tanto la cuenta de capitales compensa automáticamente a la cuenta corriente parece teóricamente plausible. Sin embargo, es evidente que los hechos

tienden a confirmar las dudas de los escépticos: parecen haber dos razones principales: el factor "riesgo-país" y el factor tiempo.

Hemos visto que los bancos pre-establecen "límites país" expresados como porcentajes de su capital. Sin embargo, es verdad que estos límites son arbitrarios. ¿Qué pasa entonces con la elasticidad de precios? Si los 9 principales bancos norteamericanos habían prestado, a mediados de 1982, una suma a México equivalente al 50% de su capital (lo que comprueba ya la enorme elasticidad de la oferta), ¿no habrá un precio al que puedan prestar aún más? ¿No hay además fuentes de ahorro externo alternativas que pueden reemplazar o complementar a los bancos?

El problema está en que llega un momento en que se percibe desde afuera, que un deudor determinado es un mal riesgo a cualquier precio. Por un tiempo ha habido elasticidad de precios, que en el caso de los créditos externos se manifiesta en la combinación "spread", plazos y comisiones flat. Las fluctuaciones de éstos obedecen, por un lado, a factores que afectan en forma autónoma a la oferta: así los spreads y comisiones bancarias suben y los plazos se acortan para todo deudor en 1975 debido a la crisis del mercado interbancario producida por la quiebra del banco Herstatt en Alemania en octubre de 1974, y ocurre lo contrario para todo deudor en 1978-9 debido a la liquidez bancaria producida por la crisis del petróleo. Por otro lado obedecen a la percepción que se tiene del riesgo individual. Así en 1976 y 1980 sube el spread para Brasil mientras que baja para el promedio de deudores. Lo importante es que en cualquier momento hay un límite a la elasticidad de precios, un precio máximo arriba del cual no se presta. En la actualidad, por ejemplo, es inconcebible un crédito a un "riesgo soberano" a un spread superior al 2,5%. Cualquier país que procurara obtener fondos en este momento a, digamos, el 3% sobre LIBOR sería ipso facto rechazado.

¿Por qué es que antes de llegar a ese límite no se equilibra la oferta y la demanda a través del precio?

Un factor que dificulta ese equilibrio en el mercado de eurodólares es la asimetría de efecto en bancos y deudores en un cambio del spread. En el mercado de bonos, por ejemplo, donde no hay un banco que intermedie, cada punto de diferencia en la tasa de interés afecta igual a emisores e inversionistas. Sin embargo en el mercado de eurodólares de crédito bancario, si el "spread" para un deudor sube del 3/4% al 1 1/2%, esto significa que la remuneración del banco sube al doble. En cambio para el deudor, a un LIBOR del 10% por ejemplo, el efecto es que la tasa de interés a ser pagada sube del 10 3/4% al 11 1/2%, o sea en tan sólo un 7%.

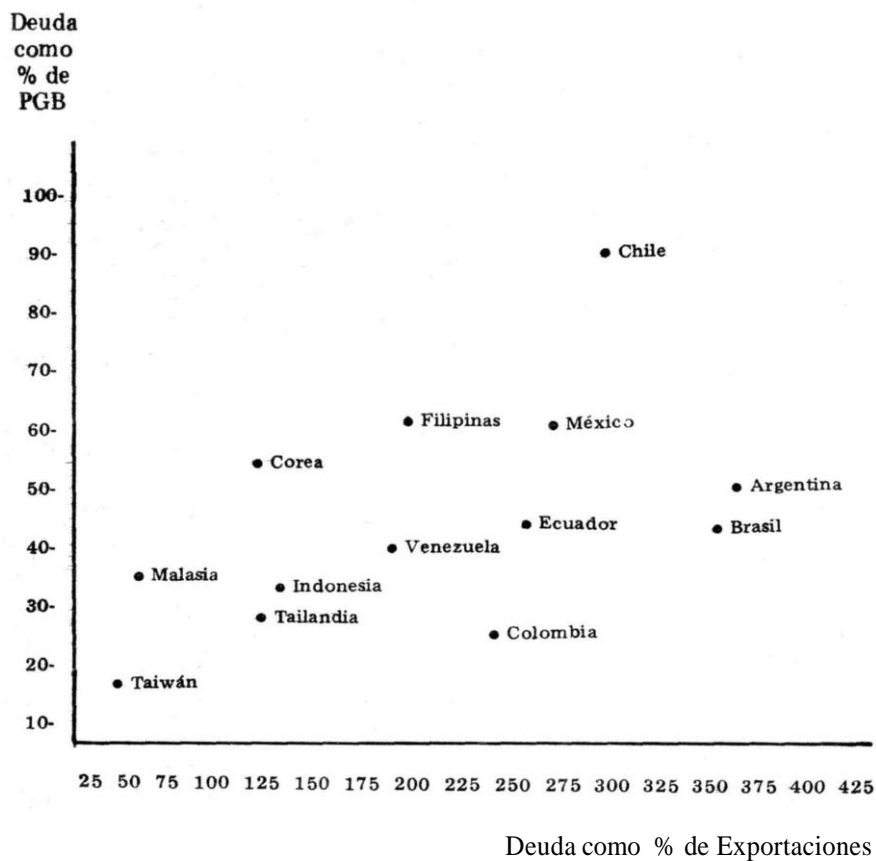
Un comentario sobre el factor tiempo y su efecto en fuentes alternativas de ahorro externo. Parece ser que al sobrevenir la crisis, sucede que debido a cierta integración de información de los mercados internacionales es, por un tiempo, insustituible una fuente de ahorro externo privado por otra, en especial porque de todas mane-

ras el crédito bancario es la forma más "fácil" de ahorro externo privado: los costos de información transnacional para otros tipos de inversionistas privados, con la posible excepción de ciertas empresas multinacionales, son más altos, y por eso sus recursos son más difíciles de captar. Es verdad que el alza del tipo de cambio, que la crisis o el FMI impone, debería provocar con el tiempo un aumento de la inversión directa, con lo cual se debería sanear, además, la razón deuda capital del país deudor con el exterior. Sin embargo, por un tiempo, en la información que todos los potenciales inversionistas reciben, persiste una imagen de insolvencia o incertidumbre que les induce a una postura de espera. En el mejor de los casos se produce, entonces, un "atraso de oferta" de recursos externos que, como otros tipos de "atraso", puede causar problemas graves en la economía.

Se han ido discutiendo, ex-post, diferentes tipos de coeficientes de deuda que se postulan ahora como indicadores de los límites de elasticidad. Por ejemplo, se postula que un país es mal riesgo si su deuda a corto plazo equivale a más de tres meses de importaciones, o si su deuda externa total es más de 150% de sus exportaciones. Evidentemente estas reglas ex-post no se respetaron, ya que las deudas de Argentina, Brasil y Chile, por ejemplo, han llegado respectivamente a 424, 359 y 290 por ciento de las exportaciones, y la deuda de corto plazo de México llegó en 1982 a casi dos años de importaciones⁷. (Ver cuadro 1.)

Cuadro N° 1

Deuda Externa en Relación al PGB y Exportaciones 1983*



Fuente: Morgan Guaranty Trust, BID

* La deuda externa estimada es el promedio entre la deuda a fines de 1982 y la deuda estimada para fines de 1983.

Desenlace y crisis

Es evidente que la crisis de deuda de América Latina en 1982 fue causada en parte por problemas globales de oferta. Muchas de las condiciones anteriormente señaladas como explicación de la enorme oferta de crédito que hubo en el período 1973-81 se comienzan a revertir hacia fines de 1981. Los excedentes en cuenta corriente de los países de la OPEP, que llegaron a US\$ 117.000 millones en 1980, se van reduciendo a partir de 1981. La inflación en los principales países de la OCDE ha bajado a un promedio de un 5% anual. Esta baja de la inflación ha sido acompañada por una notable disminución en la tasa, de ahorro de estos países.

En los Estados Unidos la tasa de ahorro personal ha bajado al 6%, su nivel más bajo en 30 años, y en el Reino Unido del 16% en 1980 al 10%. Los países de la OCDE que han tenido, en promedio, déficit fiscales cada año desde 1974, actualmente financian estos déficit (que promedian un 4% del Producto) primordialmente en los mercados de capitales no-bancarios en vez de recurrir, como antes, a la monetización. Por ejemplo, en los Estados Unidos la proporción del déficit fiscal que es financiado en los mercados de bonos, ha subido del 40% en 1973 a más del 70% en los últimos tres años. En el Reino Unido esta proporción ha subido del 30% al 90%⁸. Los Estados de los países desarrollados compiten fuertemente entonces con los bancos para captar los recursos de los ahorrantes. Su fuerte demanda, combinada con la baja tasa de ahorro, tiende además a mantener alta la tasa de interés real, lo que también incrementa aquella parte del déficit fiscal que se origina en gastos financieros. Todos estos factores contribuyen a que se revierta el proceso de crecimiento de intermediación bancaria que caracterizó el período 1973-81, y a que haya menos fondos disponibles para los países en desarrollo.

Los flujos de colocaciones internacionales bancarias netas bajaron de un peak de US\$ 160.000 millones anuales en 1981 a menos de US\$ 50.000 millones actualmente. En términos reales están a la mitad de su nivel de 1973. Además, si en el período 1973-81 hay evidencia de que hubo una importante reestructuración de cartera hacia los países desarrollados, existe actualmente una tendencia opuesta dentro del antes señalado marco de flujos reducidos. Esto se debe tanto a presiones de los accionistas como de las autoridades supervisoras, a que los bancos mejoren la calidad de sus activos y fortalezcan su base capital. Agregúense a esta crisis de oferta el deterioro en las exportaciones de los países en desarrollo, el alza en el LIBOR nominal y real que se produce en 1981, y la revaluación en un 30% del dólar, en que está denominada la mayor parte de la deuda, y es obvio que la crisis es global y que todo país que no ha mantenido niveles prudentes de endeudamiento será afectado.

8. Morgan Grenfell, op. cit.

Nuestro postulado, sin embargo, es que debido a los procesos y factores ya descritos, la crisis era inevitable para casi todos los países actualmente afectados; se estaba gestando desde hace varios años, y había ocurrido sin los agravantes de la caída en la oferta global y el deterioro de los términos de intercambio. Existían además suficientes precedentes en el mercado, y suficiente información para que fuera posible predecirla. Unos diez países tuvieron que renegociar su deuda en la década del 70. En el mercado de los eurodólares se sabía que los bancos grandes norteamericanos ya habían llegado a límites prudentes para muchos países en 1976-7, y que la brecha la estaban llenando nuevos participantes en el mercado.

III

Lecciones de la Crisis

Son muchas las lecciones que se derivan de la actual crisis financiera latinoamericana.

En primer lugar, es evidente que son muy vulnerables los modelos que dependen excesivamente de una oferta ilimitada de ahorro externo. Es evidente que la cuenta de capitales no compensa automáticamente la cuenta corriente. En un mundo real de fenómenos complejos, la cuenta de capitales obedece a muchos factores adicionales y en especial a las fluctuaciones de la liquidez internacional y a la percepción que se tiene desde afuera del "riesgo país" que es desde luego influenciada también por la situación política. La cuenta de capitales puede incluso agravar un déficit de cuenta corriente y es probable además que lo haga cuando éste es persistentemente excesivo. La crisis actual ha demostrado hasta qué punto los bancos pueden ser procíclicos.

Una segunda lección proveniente en especial del caso chileno es que habrá que reconsiderar la forma en que se piensa la deuda privada externa. Es obvio que los bancos externos se comportan como si la deuda privada fuera estatal, en especial la bancaria. En todas partes del mundo los bancos son regulados, y de alguna forma respaldados por las autoridades. No se suele disciplinar a los bancos, en el mundo actual, con los principios de "free banking", donde todos los participantes asumen la responsabilidad por sus acciones. Los bancos externos vieron que en Chile había una Superintendencia de Bancos y supusieron por tanto que Chile no era una excepción, en especial, desde luego, después del caso Banco Osorno en 1978. Supusieron que si había problemas la Superintendencia lo sabía y por tanto respondería. Sabían además que en el caso contrario, tenían los instrumentos de presión para obtener una garantía de facto.

Es indudable, además, que el costo marginal de cada préstamo privado es mayor para la economía que para el deudor individual, porque al afectar el monto global, afecta el riesgo país, y porque el

Banco Central no puede discriminar entre créditos públicos y privados en la venta de divisas.

Una tercera lección es que es mucho más caro utilizar créditos externos que emisión anticíclica, para evitar o paliar ajustes. Tanto Brasil en 1974-75 como Chile en 1981 acumularon injustificadamente un stock adicional de deuda externa en esta forma. (Chile, en 1974-75, apenas tenía acceso a crédito externo.) La deuda externa tiene que ser reembolsada y supone un alto costo en intereses. Además, en el peor momento de crisis los bancos se comportan en forma procíclica.

Una cuarta lección es que todo país en desarrollo debe tener una estrategia de endeudamiento externo. Por lo menos se deben fijar límites de endeudamiento de acuerdo a coeficientes como los antes señalados. Cuando menos debe ser posible, cuando hay escasez de oferta, cubrir los intereses con un mero ajuste de las importaciones y uno además que no represente sacrificios desmesurados. Cabe señalar que el sobreendeudamiento tiene su propia ley de rendimientos decrecientes, el que tiene lugar cuando la deuda externa genera un déficit en cuenta corriente compuesto cada vez más de intereses y cada vez menos de déficit comercial, con el resultado de que una porción cada vez menor de un mismo monto de "ahorro externo" queda disponible para la inversión. En Chile actualmente no hay ni habrá por mucho tiempo ahorro externo disponible para la inversión.

La oferta de crédito externo obedece a tantos factores exógenos a una economía determinada que parece evidente que es necesario controlar por lo menos los montos agregados de endeudamiento. La disciplina en el endeudamiento externo es tan importante como la disciplina monetaria. Es evidente, también, que toda estrategia de deuda externa debe tomar en cuenta el mundo real de los mercados internacionales y estar basada en la mejor información posible. Con buena información disminuyen los costos de las decisiones y se evita, por ejemplo, el costo de estimular la demanda por crédito, cuando no hay oferta. La información que viene economizada en los precios de los créditos debe ser complementada por una adecuada capacidad de interpretar los movimientos de los precios. Si suben los "spreads" es útil saber, por ejemplo, si eso se debe a problemas específicos del país deudor o a la quiebra de un banco en Alemania.

La estrategia de endeudamiento debe contar con información sobre las diversas fuentes de ahorro externo y saber cuáles son sustituíbles y cuáles son complementarias. Con sus ventajas comparativas de costo, el Estado puede hacer empeños para diversificar las fuentes de ahorro externo disponibles; puede contribuir a reducir los costos de información de inversionistas externos a través por ejemplo de la promoción en el exterior de proyectos de inversión previamente identificados y estudiados.

En general la política de endeudamiento externo de Colombia durante los últimos 10 años ha tenido muchas de estas características, y vale la pena estudiarla. Colombia ha logrado, como resultado, un desarrollo sostenido de más del 5% anual en el período, y ha logrado limitar su deuda a tan sólo el 28% del PGB. Si bien la deuda es alta en razón de sus exportaciones de bienes, Colombia también exporta muchos "servicios", con lo cual la razón deuda/exportaciones baja al 150%.

Cabe señalar que no es fácil idear una estrategia de deuda externa. Brasil es un ejemplo, por las razones ya señaladas, de que el hecho de que el Estado esté involucrado no es garantía ni para evitar sobreendeudamiento ni mucho menos para que haya buena asignación de recursos. En Venezuela la deuda externa pública tiene que ser autorizada, caso por caso, por el Congreso, al menos que sea por un plazo de menos de dos años. La excepción se debe a la falsa pero común creencia de que la deuda a corto plazo a la vez es fácil de pagar, y permanente. El resultado, desde luego, es que más de la mitad de la deuda externa de Venezuela es a corto plazo, lo que le hizo a ese país muy vulnerable a la crisis de oferta a pesar de tener coeficientes de deuda aceptables en otros aspectos: un ejemplo de malos resultados provenientes de controles bien intencionados.

IV

Posibles soluciones

En esta sección vamos a examinar algunas de las soluciones que han sido propuestas a la crisis. Terminaremos con una sugerencia propia.

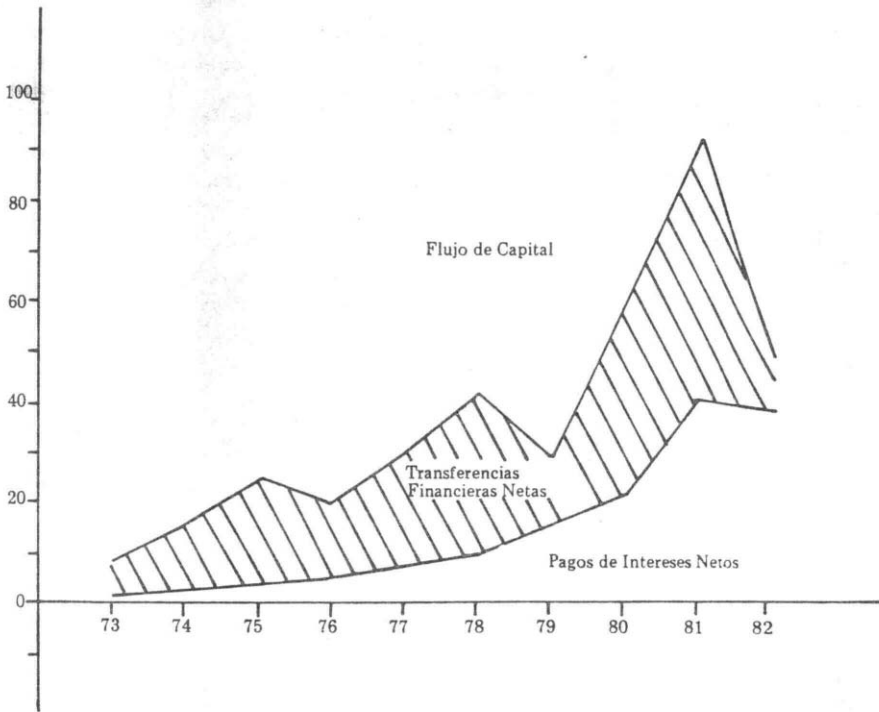
Como es sabido, varios países latinoamericanos han entrado en procesos de renegociación de deuda, comenzando con México en agosto de 1982 y siguiendo con Argentina Brasil. Ecuador. Venezuela, Chile, Perú, etc. Los bancos internacionales condicionan la renegociación a que los países entren, en cada caso, en un programa de ajuste con el FMI que involucra la generación de un superávit comercial a través de una fuerte disminución de gastos. De allí se pasa a la reestructuración de los vencimientos más inmediatos de la deuda, generalmente las del año de la renegociación y, en el caso de Chile, las del año siguiente también. Los bancos entonces se comprometen a proveer un préstamo adicional (que en 1982-3 involucró un incremento de entre el 7% y el 11% de su exposición al país, y que en 1984 involucrará un incremento sustancialmente menor) para cubrir el déficit en la cuenta corriente, o sea, para cubrir los intereses pagaderos a ellos mismos que no están cubiertos por el superávit comercial. A pesar de estos "recursos nuevos" el saldo de flujos netos de capital tiende a ser negativo: o sea, se observa una pérdida de recur-

sos. En los cuadros 2 y 3 se muestra la situación respectivamente de los países en desarrollo en su conjunto y de Chile hasta 1982. Desde entonces, ha habido un deterioro adicional: el saldo de flujos netos de los 21 principales deudores fue negativo en US\$ 8.000 millones en 1983. En 1984 el saldo negativo será probablemente aún mayor.

En todo esto los países deudores han tenido que orientar sus políticas económicas casi exclusivamente a la crisis de balanza de pagos, sin mayor esperanza de solucionarla en el corto plazo. Los programas de ajuste y reestructuración suponen que los deudores generen un importante superávit comercial por 4-5 años, o más. Acostumbrados a recibir enormes transferencias financieras netas durante casi una década —los países en desarrollo en su conjunto llegaron a recibir, en 1981, transferencias financieras netas de unos US\$ 60.000 millones —la perspectiva actual es que los países en desarrollo y en especial los de América Latina, que son los más endeudados, se conviertan por varios años en reexportadores de capital. Por lo menos, esto es lo que la banca internacional espera, ya que su objetivo es reducir su exposición a estos países relativo a su capital.

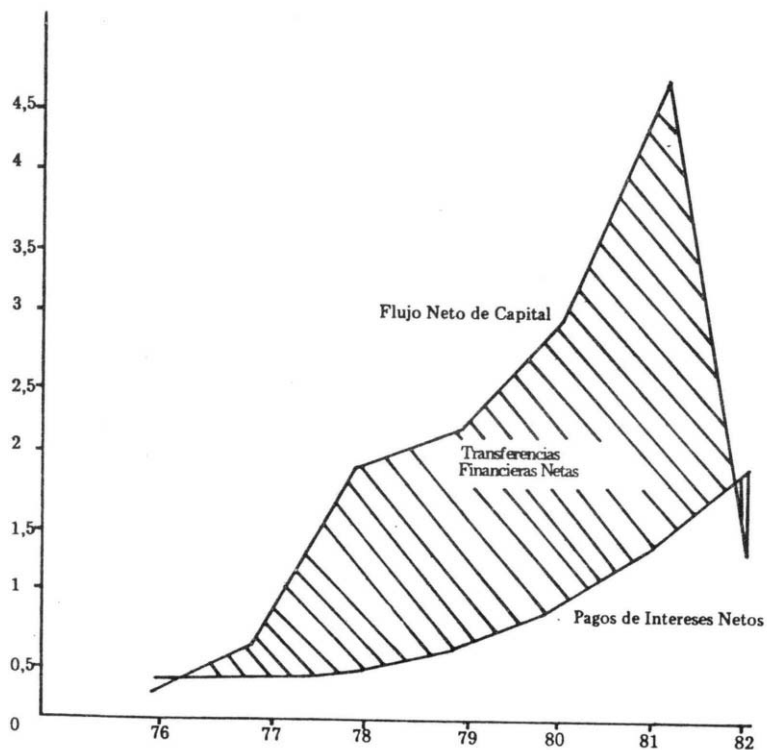
Cuadro N° 2

Transferencias Financieras Netas de los Países en Desarrollo
(en miles de millones de dólares)



Fuente. Morgan Grenfell.

Cuadro N° 3

Transferencias Financieras Netas de Chile
(en miles de millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile.

Es de preguntarse si esto es sostenible. Los indicadores de países que ya han pasado por este proceso no son alentadores. Veamos, por ejemplo, el caso de Polonia. El producto de Polonia, alimentado por una oferta aparentemente ilimitada de crédito externo, creció a un sorprendente promedio del 14% anual entre 1971-5. A medida que la oferta de crédito externo se fue reduciendo se fue reduciendo el crecimiento del producto, del 6,8% en 1976 al 3% en 1978. Desde 1979, el producto ha disminuido cada año, y la caída entre 1979 y 1982 ha sido del 28,4%, con una caída mucho más grande en los salarios reales⁹. La conmoción política y social que este sacrificio ha causado en Polonia es bien conocida. Poco a poco, América Latina va presentando un cuadro similar.

En general, tanto los bancos como los gobiernos de los países desarrollados tienen la esperanza de que las renegociaciones de deuda actuales, combinadas con los programas de ajuste propuestos por el FMI por un lado, y por otro con una reactivación de la economía mundial que beneficie a las exportaciones de los deudores, logren una salida del problema. En cambio en sectores académicos hay más escepticismo.

Llevamos actualmente más de un año de las primeras soluciones de emergencia de la crisis coordinadas por el FMI y los principales bancos acreedores. A primera vista se han cumplido todas las esperanzas de los optimistas; en especial todas las esperanzas de los bancos acreedores. Se ha evitado el incumplimiento de la mayoría de los deudores, si bien a veces tan sólo con el expediente de concederles moratorias de 90 días renovables. Los bancos mientras tanto han logrado incrementar sus primas de riesgo y sus comisiones por lo cual el arduo trabajo de reestructuración da la ilusión de ser rentable. Los países deudores han hecho un enorme esfuerzo de ajuste. Los siete principales deudores latinoamericanos lograron un superávit comercial de US\$ 13.500 millones en 1982, y en los primeros seis meses de 1983 un superávit comercial anualizado de US\$ 34.500 millones, esto a pesar de una caída de 10% en el valor de sus exportaciones en 1982. Mientras tanto, la economía norteamericana está creciendo a un ritmo jamás esperado, y si bien las otras economías desarrolladas permanecen relativamente estancadas y las tasas de interés reales enormemente altas, es posible creer, desde Nueva York, Washington o Londres, que el problema está bajo control. Sin embargo, a largo plazo, para que funcione el statu quo actual, se tienen que cumplir varias condiciones adicionales que, desde los centros financieros, se creen razonables.

¿Cuáles son las condiciones consideradas necesarias por los acreedores? En primer lugar, según ellos, los países latinoamericanos tienen que hacer un ajuste permanente que beneficie a sus exporta-

9. David Gallagher, *El estancamiento de Polonia*. Economía y Sociedad, N° 16, agosto, 1983. pp. 24-29.

cienes. Es común mencionar que los principales deudores latinoamericanos exportan en conjunto tan sólo el 15% de su Producto, mientras que los principales deudores asiáticos exportan el 34% de su Producto. El ajuste tendría que ser profundo debido a que la elasticidad de las exportaciones latinoamericanas es mucho más baja que la de los países asiáticos. En segundo lugar, los países latinoamericanos tendrán que hacer un enorme esfuerzo de ahorro interno y mantener un bajo nivel de importaciones. Según Morgan Guaranty Trust, por ejemplo, las importaciones de Argentina y Chile no pueden llegar a los volúmenes de 1981 "hasta por lo menos 1987"¹⁰. En tercer lugar se tienen que cumplir varias condiciones en la economía mundial. Las economías OCDE deben crecer en un 3% anual, la tasa interbancaria de Londres LIBO debe mantenerse a sus niveles actuales como máximo tolerable, el precio del petróleo no debe crecer en términos reales, y los precios de las otras materias primas deben crecer en más del 1% real anual. Aún así, los bancos deben aumentar su exposición en un 10% anual para que las transferencias financieras netas sean sólo levemente negativas. Este incremento hasta ahora no se ha dado: para 1984, los bancos parecen estar proyectando un incremento de exposición a los principales deudores latinoamericanos de tan sólo 4,5% nominal. En la mayoría de los casos base que se debaten, se supone también un incremento de los créditos oficiales y multilaterales, aunque más bien hay evidencia que los Gobiernos de los países desarrollados están buscando ellos mismos reducir su exposición a los deudores. Cabe señalar que en todos estos escenarios "optimistas", que suponen que el problema se va a solucionar sin mayor cambio en el statu quo, se considera natural y necesario que la economía de cada país deudor sea supervisada por el FMI. Tal es la desconfianza que se tiene de los países deudores, que se supone apropiado que decisiones precisas de implementación de política macroeconómica sean tomadas a larga distancia desde Washington. Nadie se pronuncia respecto de cómo es posible vislumbrar, a esa distancia, las consecuencias de las decisiones tomadas, o de cómo se pueden tener todos los elementos de juicio para tomarlas. Se impone una dictadura económica a distancia que por definición no puede ser eficaz.

El mayor problema que tienen los escenarios optimistas es justamente que aun habiéndose cumplido las mayores esperanzas de los propiciadores del statu quo en cuanto a casi todas las variables hasta la fecha, no se ha resuelto nada de fondo. Con un superávit comercial enorme y un déficit en cuenta corriente que, en relación a exportaciones, es el más bajo en diez años, los principales deudores latinoamericanos siguen estancados, con crecientes problemas sociales en consecuencia. El mero hecho de tener que renegociar la deuda todos los años y durante casi todo el año tiene un alto costo por la incertidumbre que crea.

10. Morgan Guaranty Trust, op. cit.

Los bancos tienen, o creen tener, un interés creado en mantener el statu quo. El objetivo actual de los bancos es triple: evitar tener que castigar cartera, mantener al mínimo posible el incremento de su nivel de exposición, y finalmente ganar las "utilidades" que se pueda. El statu quo en apariencia cumple admirablemente con estos objetivos. Se evita castigar cartera a través de la reestructuración de los vencimientos año a año y el suministro de apenas suficientes recursos para refinanciar los intereses no cubiertos por el superávit comercial. Al negociar condiciones que duran sólo un año, y condicionar cada negociación a un acuerdo con el FMI, los bancos se aseguran además de que el superávit comercial sea el máximo posible y que, por tanto, el saldo de intereses a ser financiado sea el mínimo. Las reestructuraciones parciales finalmente les aumenta las "utilidades" a través de comisiones que cobran en cada caso, los incrementos que han impuesto en el "spread", y la opción exclusiva que se adjudican los bancos, de elegir ellos entre la tasa "prime" y la tasa LIBO. Cabe señalar que la tasa "prime" es una tasa de colocación sustancialmente superior al costo de fondos de los bancos norteamericanos.

La estructura de incentivos dentro de un banco tiende a favorecer la performance inmediata. Es prioritario mostrar buenas cifras trimestrales. Sin embargo, al dar prioridad a sus intereses inmediatos, los bancos corren el riesgo de arruinar a sus deudores, como prácticamente ha ocurrido en Polonia. Algunos indicadores ya están mostrando deterioros sumamente peligrosos. A medida que crece la deuda (para pagar intereses) y cae el producto, crece la razón deuda/producto. Chile probablemente tiene ahora una deuda equivalente al 90% del PGB. Debido a que Chile está pagando una tasa de interés real sobre la deuda de un 8% anual, esto significa una transferencia de recursos del 7,2% del PGB al año. Eso no es sostenible si a Chile no se le permite crecer a una tasa mayor.

Al considerar una solución sostenible, es necesario primero analizar los objetivos de cualquier solución. Tanto en los países desarrollados como en América Latina se proponen, en ciertos círculos, soluciones extremas de diversos tipos. En América Latina, y especialmente en Brasil, las soluciones extremas consisten en algún tipo de moratoria que conduzca a alargar los plazos, introducir un largo período de gracia, y disminuir las tasas de interés. Típicamente se habla de un plazo de 25 años, con 5 de gracia, y hay distintas propuestas para la tasa de interés. En sectores de oposición se habla de una tasa de interés del 6%. En ciertos sectores académicos, de una tasa de interés real del 2-3%. Otra variante es que los intereses sean expresados como porcentaje de las exportaciones.

En el mundo desarrollado la solución extrema más común, que tiene muchas variantes, consiste que los bancos canjeen sus pasivos de alguna y otra forma por bonos de alguna entidad internacional

nueva o existente, y que ésta refinance la deuda a largo plazo¹¹. Por ejemplo, los bancos entregarían su cartera a una tasa de descuento, a cambio de bonos emitidos por esa entidad. La entidad internacional entonces refinanciaría la deuda a largo plazo. En algunos países deudores también se habla de convertir la deuda en bonos, aunque en forma unilateral. Supuestamente al ser convertida la deuda en bonos, habría un mercado secundario y los bancos que así lo quisieran podrían vender sus activos en este mercado. Al crearse un mercado secundario de bonos en países en desarrollo, éstos llegarían a ser conocidos en este mercado, y por lo tanto, en el futuro, tendrían la capacidad para emitir bonos nuevos disfrutando de los plazos largos y tasas fijas que el mercado de bonos ofrece. Además, los deudores podrían comprar su propia deuda a descuento en el mercado secundario, como ocurrió en la década del treinta.

El inconveniente que tienen las soluciones extremas de este tipo, es que probablemente garantizan una ruptura entre acreedores y deudores por un tiempo muy largo. Cabe recordar que las soluciones extremas de la década del 30, que consistían primordialmente en no pagar, terminaron con los flujos de crédito privado del mundo desarrollado al mundo en desarrollo por más de 30 años. No tiene sentido arreglar el problema del stock actual de deuda, si es a expensas de todo flujo futuro.

Otra característica común que tienen es una flagrante ignorancia de cómo funcionan en la realidad los mercados de capitales internacionales, de cómo están compuestos. No se hacen cargo de los costos de captación de los bancos; ignoran la integración de los mercados; confunden "ser conocido" en el mercado de bonos con "ser notorio". ¿A qué inversionistas venderían los bancos sus activos latinoamericanos convertidos en bonos a 25 años? En vista de que los pocos bonos latinoamericanos que hay se están transando, las raras veces que se transan, a menos de la mitad de su valor par, ¿a qué precio se venderían, con una oferta adicional de unos US\$ 300.000 millones? (En el mercado internacional de bonos, una emisión de US\$ 100 millones es considerada grande; un plazo de 10 años es considerado largo.) ¿Qué pasa si al anunciarse la conversión unilateral se produce una fuga de depósitos, lo que es muy probable, que requiere intervenciones inflacionarias y que produce en el mercado una tasa real de cero? ¿No es absurdo comprometerse a una tasa real del 3% por 25 años? ¿Qué inversión extranjera directa habría después de una medida de este tipo, con toda la desconfianza e incertidumbre que podría ocasionar?

Es verdad que es improbable que haya flujos bancarios privados positivos a los países deudores por algún tiempo. Por ejemplo Turquía, que renegoció su deuda por primera vez en 1979, está re-

11. Ver P. Kenen, *A Bailout for the Banks*, New York Times, 6 de marzo 1983, o R. Weinert, *Banks and Bankruptcy*, Foreign Policy N° 50, 1983 pp. 138-49.

cien recurriendo a los mercados en forma normal, y aun ahora, 5 años más tarde, no se descarta otra reprogramación. Lo que hay que preguntarse es si realmente existen bases para creer que, en el caso de América Latina, esta situación es permanente. Sólo si lo fuera habría justificación para una solución extrema, que rompe con el actual sistema financiero internacional. Es poco probable que el statu quo actual sea sostenible, el statu quo que implica renegociaciones anuales con la banca y ajustes continuos impuestos por el FMI con el solo objetivo de lograr el máximo superávit comercial posible, para reducir al mínimo los aportes nuevos de la banca. Este tipo de solución cumple con los objetivos a muy corto plazo de la banca, pero pone en riesgo la viabilidad futura de cada país deudor, y por tanto su capacidad eventual de pago. ¿Es posible, entonces, mejorar ese statu quo, sin romper en forma fundamental con el sistema financiero internacional?

A continuación procuraremos hacer algunas sugerencias, que creemos cumplen con el doble requisito de mantener en pie el sistema financiero internacional tal como lo conocemos y por tanto el crédito futuro de los deudores, y de permitir a los deudores un desarrollo sostenible y compatible con el servicio de la deuda a largo plazo.

Es necesario primero distinguir conceptualmente entre medidas que se pueden tomar que significan una ruptura del sistema, y medidas que no lo son. Cualquier disminución de la tasa de interés por debajo de las tasas de LIBO o Prime es una ruptura grave. La tasa LIBO es la tasa de captación internacional de una gran parte de los bancos involucrados. Una tasa por debajo de la LIBO significa que ellos acumulan pérdidas durante el resto de la vida de los préstamos. Imponer a los bancos pérdidas de este tipo supondría romper con contratos internacionales libremente pactados. Distinto es el caso de las malas decisiones comerciales que puedan haber hecho los bancos en el caso de créditos concedidos al sector privado sin garantía del Estado. En estos casos es evidente que los bancos deben aceptar las consecuencias de malas decisiones hechas libremente. Cuando los bancos presionan para obtener una garantía del Estado ex post, son ellos los que provocan una ruptura. Vista de otra forma, una garantía del Estado ex post legitima la exigencia, ex post, de una tasa de interés por debajo de la tasa de captación; dos formas de ruptura que sólo no lo son, si se pactan juntas.

Una reestructuración de plazos no significa una ruptura. En realidad hace ya años que los créditos privados internacionales —que siempre han tenido plazos relativamente cortos— se amortizan con el producto de nuevos créditos similares. No es que haya habido una relación directa entre amortizaciones precisas y préstamos nuevos, pero de hecho han estado siempre relacionados. No hay país latinoamericano en que haya bajado el stock nominal de deuda durante los últimos diez años. La primera cosa que habría que hacer entonces es formalizar lo que de hecho ha sido la práctica del mercado

durante mucho tiempo. En vez de reestructurar cada año las amortizaciones más inmediatas, habría que reestructurar todo el stock de deuda, o por lo menos la que vence en los próximos 4-5 años, a un plazo creíble; por ejemplo de 15 o más años, con 5 años de gracia.

En cuanto a los intereses, es evidente que muchos deudores no pueden pagar más de la mitad sin "recursos nuevos" de la misma banca. En realidad los deudores están capitalizando la mitad de sus intereses. Nadie quiere admitirlo, y por eso hay que hacer, cada año, el enorme esfuerzo que significa negociar un "préstamo nuevo". Hay banqueros que dicen seriamente que los "recursos nuevos" no son para pagar intereses. Son para financiar importaciones, mientras que los intereses son cubiertos por las exportaciones. Esta ardua ficción se debe a que los bancos norteamericanos tendrían, en teoría, que castigar intereses capitalizados. Sin embargo las autoridades ya se han mostrado flexibles en otros aspectos, y es dable esperar que serían flexibles también en este caso ya que la capitalización de intereses no sería sino la formalización del statu quo que ha regido por ya mucho tiempo. Si los bancos realmente quieren ver un traspaso efectivo de fondos, se podría pagar una parte de los intereses en moneda nacional, con garantía de que serían convertibles a divisas en, digamos, 5 años, a una tasa de cambio convenida ahora. En este caso, habría desde luego que idear fórmulas que se hicieran cargo de los efectos monetarios de pagarles a los bancos en moneda nacional.

El principal punto de renegociación aquí sería el porcentaje de los intereses que serían capitalizados, o mantenidos en moneda nacional. Obviamente los deudores tienen que hacer algún esfuerzo, por algún tiempo, de mantener un superávit comercial. El punto es, ¿qué tamaño de superávit comercial es compatible con una tasa de desarrollo aceptable? Obviamente el esfuerzo que están haciendo actualmente los deudores no es compatible con un desarrollo aceptable. Habría que llegar a una meta razonable que sería sin duda distinta para cada país. La meta tendría que ser, probablemente, evaluada y supervisada por el FMI¹². Tendría que ser consecuente, además, con una mejora, en el largo plazo, de los coeficientes de endeudamiento. Ojalá dicha supervisión se limitara a metas externas, de manera que cada país pudiera usar sus ventajas de información para determinar los medios internos más adecuados para llegar a ellas.

Para asegurar que se mantenga un flujo financiero neto positivo, aunque modesto, es necesario también la cooperación de los gobiernos de los países desarrollados, para que por lo menos se mantengan los flujos oficiales, o que éstos aumenten. Varias medidas

12. Ver Harold Lever, *The Economist*, 9 de julio, 1983 pp. 18-20. El propone la idea de un "déficit razonable" en cuenta corriente, cubierto con fondos bancarios con garantía de los gobiernos de la OCDE.

han sido sugeridas al respecto, como por ejemplo adelantar el incremento de capital del Banco Mundial que está programado para 1986, o aumentar la razón deuda/capital del Banco Mundial. También se ha sugerido la creación de nuevas instituciones internacionales, que complementen los flujos existentes o, que compensen las fluctuaciones de las tasas de interés¹³.

Se desprende, por tanto, que se podrían tomar los siguientes pasos sin romper el sistema financiero internacional:

- 1) Reconocimiento, por parte de los bancos, de que no es legítimo exigir garantías estatales ex-post a la deuda del sector privado, incluso la de entidades financieras privadas en el país deudor. En contrapartida, las autoridades de los países deudores deben convencer a los bancos que no dañarán al sector privado con medidas macroeconómicas desacertadas, intervenciones o liquidaciones abruptas que conduzcan a una pérdida innecesaria de patrimonio, o acciones de cualquier tipo de inspiración política que perjudiquen a los acreedores. Las autoridades no deben, además, impedir que los bancos conviertan sus activos en acciones si es necesario: en muchos países, como los del Pacto Andino por ejemplo, la legislación vigente tiende a impedirlo. Por otro lado, si las autoridades de un país optan por conceder el aval estatal a créditos privados, los bancos debieran ofrecer concesiones equivalentes
- 2) Reestructuración de todo el stock de deuda, para llegar a un perfil de amortizaciones creíble y sostenible.
- 3) Capitalización o pago en moneda nacional de una parte de los intereses, o sea aquellos intereses que no pueden ser cubiertos por un superávit comercial razonable y compatible con el desarrollo. El caso de cada país será distinto, en cuanto a tamaño relativo de déficit en cuenta corriente.

Todo esto requiere un marco nuevo en que las negociaciones entre acreedores y deudores apunten realmente a soluciones de largo plazo. ¿Es posible que esto ocurra? Hemos visto que los bancos están más bien motivados a mantener el statu quo. Es verdad que muchos banqueros admiten, en privado, que el statu quo es insostenible. Sin embargo, con más de mil bancos involucrados, no se vislumbran mecanismos de coordinación que permitan que la banca innove. Los gobiernos de los países acreedores podrían, tal vez, tomar la iniciativa. Sin embargo, el único gobierno en condiciones de asumir el liderazgo —el de los Estados Unidos— es por vocación reacio a perturbar las fuerzas del mercado y sigue aspirando a que la

13. Ver W. Bohm y J. del Canto, *LDC Debt: Beyond Crisis Management*, Foreign Affairs, 3er. Trimestre, 1983 pp. 153-167.

crisis evolucione a una solución. Es improbable, además, que el Gobierno de Estados Unidos tenga voluntad para innovar en un año electoral. Mientras tanto, como lo hemos señalado, los flujos oficiales tienden también a disminuir.

¿Qué pueden hacer, entonces, los países deudores?

Ninguno puede cambiar radicalmente el marco actual de negociaciones en forma independiente sin correr un riesgo demasiado alto, aunque el riesgo es posiblemente más bajo mientras más grande la deuda del país determinado. Los bancos no querrán conceder condiciones especiales para un solo país por no querer crear un precedente.

La similitud de condiciones de renegociación impuestas a cada país es realmente extraordinaria. Cabe comparar, por ejemplo, las condiciones concedidas al Perú y Chile recientemente, en el caso del Perú para la reestructuración de US\$ 1.500 millones de amortizaciones que vencen en 1984-85, y en el caso de Chile para un préstamo nuevo de US\$ 780 millones. En ambos casos, el spread fue de 1 3/4% sobre LIBOR y 1 1/2% sobre Prime, la comisión flat del 3/4% y el plazo de 9 años. La única diferencia fue que a Chile se le concedió seis meses más como período de gracia. Todo esto a pesar de que los problemas económicos de cada país son muy distintos.

Es evidente que los mismos bancos son los primeros en ver el problema como uno de un conjunto de países. No es casual, además, que en las condiciones concedidas a Perú y Chile en febrero, bajaron los spreads y las comisiones, y subió el plazo, a sólo un mes de la reunión de deudores en Quito, donde justamente se objetó el alto nivel de spreads y de comisiones. Parece evidente que si quieren lograr una solución duradera y sostenible, los países deudores tendrían que cooperar entre sí. Lamentablemente cada país cree que su situación económica es mejor que la de sus vecinos, o que su poder de negociación es superior, por ser más grande, por ser democrático, por razones estratégicas, etc. Cada país sigue contra toda evidencia con la ilusión de que obtendrá mejores condiciones que los otros. A veces la prensa local se convence incluso que ya las tiene.

Cooperación entre deudores no significa un "club de deudores" que sale a imponer condiciones irresponsables, unilaterales e iguales para todos. Desgraciadamente, en cada país los políticos que promueven ideas de cooperación son muchas veces aquellos que menos conocen los mercados internacionales, aquellos que menos capacitados están para identificar opciones responsables que no rompen el sistema. Es por eso que se ha llegado a identificar cooperación con ruptura, con medidas de fuerza peligrosas para todo el sistema financiero internacional. Por difícil que sea lograrlo, es posible por lo menos imaginar una cooperación seria que, al identificar opciones que no signifiquen una ruptura del sistema, logre una solución a la vez responsable y sostenible, que beneficie tanto a acreedores

a deudores en el largo plazo, aunque cada cual tenga que aportar una cuota de sacrificio.

No es imposible, desde luego, que la crisis evolucione a una solución, sin iniciativas de ningún tipo. Es posible, por ejemplo, que se devalúe significativamente el dólar, que suban notablemente los precios de materias primas como el cobre, que bajen materialmente las tasas de interés. Hay señales indudables de debilidad del dólar, y una devaluación significativa frente a otras monedas duras sería un alivio importante al problema de solvencia de los deudores. Sin embargo no sería solución suficiente al problema de liquidez. Mientras tanto, en parte por la misma debilidad del dólar, las tasas de interés norteamericanas tienden a subir. En realidad hasta ahora no hay bases serias para suponer que la crisis esté evolucionando a una solución. Hay cada vez más síntomas de impaciencia política por parte de los deudores. Por otro lado es improbable que los bancos más pequeños sigan resignándose a participar voluntariamente en la solución de cada crisis coyuntural. Por último, una iniciativa responsable por parte de los deudores podría ser un alivio para todas las partes involucradas. Se necesita una iniciativa que esté destinada a cambiar el marco de referencia de las negociaciones futuras, de manera que estén aceptados ciertos principios básicos, como reestructuración duradera de vencimientos y capitalización de intereses. Dentro de este nuevo marco, cada país negociará a su manera el detalle.

Postdata

Desde que escribí este texto, han pasado muchas cosas. Hay un movimiento de países deudores latinoamericanos hacia un tratamiento en conjunto del problema. Sin embargo, sus propósitos son vagos y sigue vivo el peligro de que las iniciativas caigan en manos de políticos que, con la mayor buena fe, pueden carecer de la información para identificar las posibles consecuencias de sus acciones. Por otro lado, a pesar de que la Reserva Federal de Nueva York ha hecho propuestas similares a las sugeridas en este artículo, las autoridades centrales de los Estados Unidos siguen reacias a abocarse al problema, a pesar de que los mercados internacionales de dinero ya cuestionan la solvencia de algunos bancos norteamericanos, y en un caso, el del Banco Continental Illinois, el Estado norteamericano ha tenido que organizar una operación de rescate masivo. Una crisis que, con liderazgo y cordura, si tiene solución, exhibe peligrosos síntomas de descontrol con consecuencias impredecibles.

Junio de 1984