

ESTUDIO

REPROGRAMACION DE LA DEUDA EXTERNA CON REDUCCION DE TRANSFERENCIA DE RECURSOS

Jorge Marshall*

Este trabajo trata de elucidar algunos problemas del endeudamiento externo de América Latina y de las maneras de reducir su peso.

En los años transcurridos desde 1982 hasta comienzos de 1985, se presentaron algunos hechos que pudieron dar base a los puntos de vista optimistas sobre la deuda, la recuperación de las economías industriales y cierta baja en las tasas de interés, así como las políticas de austeridad que siguieron casi todos los países que tenían deudas elevadas. Pero con posterioridad el crecimiento de los países industriales ha sido más débil y hasta 1987 no se mejoraron los precios de las materias primas y siguieron o se acentuaron las tendencias proteccionistas.

En el problema de la deuda es importante la diferencia entre intereses nominales y reales para los efectos de los procesos de renegociación.

Al exigirse el pago de la totalidad de los intereses, se pide a los deudores una amortización, ya que no otra cosa es la diferencia entre el interés nominal y el real. Dicha diferencia debería ser también objeto de reprogramación igual que el principal.

La carga más pesada para los deudores en los últimos años ha sido que en un período de pérdida de ingreso real, se han visto obligados a efectuar transferencias de recursos que para los más grandes deudores alcanzaron al 5 por ciento del PGB en promedio en los años 1983-1985.

También constituye un problema el nivel de los intereses reales (es decir, los nominales, deducida la inflación esperada), que ha estado muy por encima del histórico.

La propuesta Baker representa un paso en la dirección correcta formulada en 1985, el secretario la ha reiterado 2 años después. Tiene, sin embargo, al-

* Ph. D. en Economía (Harvard); Departamento de Economía Universidad de Chile.

gunas limitaciones. El monto de los recursos previstos, que en el hecho no se ha logrado en los dos años desde que se formuló, es evidentemente insuficiente y aunque importaría una reducción de la transferencia de recursos, esta reducción sería muy pequeña. Además, las reformas que el secretario entiende que deben ser la base para el desarrollo, pueden en muchos casos o muchas de ellas ser discutibles y manifiestamente reflejan en forma muy fuerte la ideología económica que impera en la actual administración norteamericana.

Se elabora una propuesta de ajuste y financiamiento que expande en cierta manera la del secretario Baker. En ella, se disminuye la transferencia de recursos reales hacia los países industriales, sobre la base de un aumento absoluto de la exposición de la banca privada. Se permiten tasas moderadas, pero razonables, de crecimiento de la producción y de las exportaciones, que disminuirán el peso relativo de la deuda.

I Introducción

Este artículo es parte de un trabajo más amplio que aborda el tema de los flujos oficiales de financiamiento a los países de la América Latina y la posibilidad que ellos pudieran tener de suplantar, a lo menos en parte, los créditos de los bancos privados, que difícilmente vendrán a nuestra región en los montos que lo hicieron durante la década pasada.

La realización de este estudio necesita como marco que se indique el significado de la deuda externa para la mayoría de los países latinoamericanos, porque ella está determinando nuestra situación económica desde hace más de 4 años, sus opciones de política y, al menos, en un mediano plazo, su desarrollo futuro.

Sobre pocos temas se ha producido una mayor cantidad de literatura, en los últimos años, que sobre el problema del endeudamiento externo de los países en desarrollo, tanto por parte de los economistas de los países industriales como de los nuestros. Esta literatura, al decir del profesor Lance Taylor, del Instituto de Tecnología de Massachusetts, tiene, sin embargo, muy poco valor agregado. Algunos de estos traba-

países industriales para corregir la inflación subsiguiente y la larga estagnación de la economía internacional que fue su consecuencia? También se ha analizado, y para ello se han utilizado sofisticados modelos, si el problema de los deudores es uno de liquidez o de solvencia. Si lo primero, las medidas de reprogramación puestas en práctica desde 1983, bajo los auspicios del Fondo Monetario Internacional, pudieran ser una respuesta a los problemas de la deuda. En el caso que los deudores fueran insolventes, dichos programas solamente pospondrían y agravarían dicho problema y éste debería tratarse de modo que se reconociera que los créditos en todo o parte no van a ser pagados. Habría que aceptar las pérdidas y como en el caso de una bancarrota, proceder a dividir los costos de la misma entre acreedores y deudores.

En el hecho, los acreedores, los organismos internacionales y los países han actuado como si el problema fuera uno de liquidez, y las reprogramaciones realizadas han previsto recursos adicionales para los deudores, a fin de mejorar el valor de los activos que ya existían.

Entre los que más fuertemente han representado este último punto de vista, cabe destacar a William R. Cline,¹ del Institute for International Economics, quien realizó simulaciones para establecer las condiciones dentro de las cuales la posición de los deudores mejoraría paulatinamente para llegar a ser nuevamente sujetos de créditos voluntarios en un lapso de cinco años. Algunos de estos supuestos serán examinados más adelante.

Los más pesimistas prevén cancelaciones o castigos de la deuda, la creación de alguna institución que se haga cargo del problema o la decisión de que alguno de los organismos multinacionales de crédito existentes lo haga; o esperan que el actual proceso de renegociaciones terminará en algún colapso en que al menos una gran parte de la deuda será cancelada, como ya ocurrió en épocas pasadas.

El estado de ánimo de los actores frente al problema de la deuda ha variado con rapidez. A fines de 1984 y comienzos de 1985, algunos expresaban que dicho problema había sido dejado atrás. Las renegociaciones, bajo la égida del Fondo Monetario desde la crisis mexicana de agosto de 1982, parecían haber dado resultados en el caso de los principales países deudores —especialmente desde el punto de vista de los acreedores que no experimentaron los costos del ajuste de dichos países, como se verá también más adelante— y se llamaba la atención al hecho de que las renegociaciones, particularmente la de México de 1984, se habían realizado en con-

1 William R. Cline, *International Debt and the stability of the World Economy*. Institute for International Economics, Washington, 1983.

diciones de mayor flexibilidad y a menores costos financieros, y podía establecer un patrón a aplicar también a otros deudores que estuvieran prosiguiendo políticas "razonables" que justificaran su futura viabilidad.

II Plan Baker

Repentinamente en el año 1985 se produjo una deterioración en las condiciones financieras de México, que requirió sumas ingentes adicionales debido a políticas expansivas que siguieron al terremoto de Ciudad de México y que provocaron fuertes fugas de capital. Al mismo tiempo los problemas subsistentes en los países deudores de deterioro de los términos del intercambio, de fuertes transferencias de recursos al exterior, de un bajo nivel de inversiones, de lento crecimiento, elevada inflación y alto desempleo, implican muy serias consecuencias de orden social y político que los dirigentes de los países industriales harían muy mal en desconocer. Ello llevó al planteamiento realizado por el Secretario del Tesoro de los EE.UU., James Baker.² Este planteamiento en esencia dice a los bancos privados acreedores que el ajuste recesivo con una continua compresión de las importaciones y con una reducción considerable de la inversión no puede continuar. En lugar de ello, se requiere que el proceso de ajuste continúe, pero que se haga mediante una expansión de las exportaciones y del ingreso. Ello aliviará el problema social del empleo y producirá los recursos necesarios para que los deudores puedan servir sus deudas normalmente.

La prosecución de esta estrategia —que podríamos llamar de ajuste con desarrollo en contraposición al ajuste recesivo que ha tenido lugar hasta el momento— requiere que los bancos privados aumenten su "exposición" con nuevos préstamos netos a los países deudores. El secretario Baker citó la cifra 20.000 millones de dólares en los próximos tres años para los 15 mayores deudores.³ Por su parte, los organismos de crédito multinacionales deberían aumentar sus desembolsos netos en alrededor de 50%; y la condicionalidad de los créditos del FMI en las operaciones de reprogramación que afectan fundamentalmente las políticas de demanda global, deberían extenderse a los créditos del Banco Mundial y de los Bancos de desarrollo regionales, para que hagan poner en práctica políticas que conduzcan a una asignación más eficiente de los recursos productivos de los países deudores y con ello a su mayor desarrollo. En lo que fue específico el se-

2 En Seúl en octubre de 1985.

3 De éstos, la mayoría son latinoamericanos. De fuera de la región habría que mencionar a Filipinas, Yugoslavia e Indonesia.

cretario Baker, las medidas apuntan en la dirección de lo que en los Estados Unidos se ha llamado "supply side economics" (economía por el lado de la oferta) y que constituye básicamente la ideología de la actual administración norteamericana.

Si bien es cierto que las líneas generales del planteamiento norteamericano representan un progreso en cuanto a lo que se ha venido realizando hasta el momento, hay en él algunos aspectos que pueden significar serios peligros. Además, un mero examen del monto de los recursos que se han propuesto, lleva a la conclusión de que ellos son manifiestamente insuficientes. Más adelante retomaremos estos puntos.

Por el lado de los países en desarrollo, aunque existe un descontento generalizado acerca de la manera cómo se está enfrentando el problema de la deuda y las críticas a las políticas de ajuste que ha impuesto el Fondo Monetario se hacen cada vez más grandes, no existe una posición que sea comúnmente compartida y que al mismo tiempo tenga viabilidad de ser aceptada. Los puntos de vista más extremos han sido los del repudio de la deuda planteado por Fidel Castro, opción que él mismo no ha seguido, y el de la limitación de los pagos al exterior a un 10% de las exportaciones, que ha puesto en práctica el Presidente Alan García en el Perú. Ellos podrían ser denominados puntos de vista contestatarios. Para que pudieran tener éxito, requerirían un acuerdo si no de toaos, al menos de la mayor parte de los deudores principales.

Este acuerdo claramente no existe; y los países latinoamericanos han logrado dar la impresión de que no formarán nada que se parezca a un club de deudores para no crear suspicacia y animosidad entre los acreedores. En este sentido no habido correspondencia entre el deseo de acreedores y deudores —reiterado por el secretario Baker en Seúl— de que el problema de la deuda se trate de caso a caso. Evidentemente que existen peculiaridades propias a cada país que dificultan ciertas generalizaciones, pero además, los deudores, especialmente los grandes, esperan obtener un mejor tratamiento para ellos, que el que resultaría de la realización de negociaciones conjuntas. Además, no hay posibilidad de calibrar con exactitud los resultados que tendría una posición que los acreedores considerarán contestataria o incluso poco amistosa: y varios de los países deudores esperan que ellos podrán volver pronto a obtener préstamos voluntarios de la banca internacional, como antes de la crisis.

Contra una acción de carácter contestatario hay muy fuertes razones. No es el problema simple de medir cuántos recursos estamos pagando por la deuda y cuánto se recibe en

nuevos créditos para decidir si es ventajoso o no dejar de pagar. Acciones de carácter retaliatorio o judiciales contra los bienes del país o sus exportaciones en el exterior pueden causar grandes perjuicios. Además, la pérdida de las líneas comerciales de crédito dañarán a todo el comercio, a menos que se construyan reservas de divisas enormemente mayores de las que se han dispuesto hasta el presente. El no pago afectará a los créditos de los organismos oficiales y también a las inversiones privadas. Para ningún país, y especialmente si el tamaño de éste es pequeño, puede resultar ventajoso ser aislado de las principales corrientes comerciales o financieras internacionales. Aunque la fuerte tendencia a la integración económica mundial de que hemos sido testigos en los últimos decenios se revirtiera como algunos lo temen o predicen, ello no implicaría que no dejaría de ser más favorable continuar participando en la integración que existiera o subsistiera. Este aserto se confirma con los cambios en las políticas de algunos países que se marginaron en gran medida a las corrientes de intercambio económico con los grandes países capitalistas.⁴

Las propuestas de carácter contestatario pueden tener por objeto lograr posiciones negociadoras más favorables. Y muy posiblemente un planteamiento como el realizado por el Presidente Alan García llegue a ser el resultado de un acuerdo negociado. Un pago de intereses de la deuda limitado a un 10% de las exportaciones, si éstas constituyen alrededor de un 20% del Producto Nacional, implica una transferencia de recursos al exterior de 2% del Producto. Si el pago de los intereses no se financia con deuda adicional, difícilmente un país podrá realizar transferencias mayores que ésa durante un tiempo prolongado. Y una transferencia aun como la indicada podría poner serios obstáculos a sus planes de desarrollo.

III Posiciones Optimistas e Interrogantes Respecto de las Actuales Reprogramaciones

En una cierta manera, los países endeudados de la América Latina esperan que las condiciones externas cambien a su favor y prefieren proseguir arreglos como los que

Aunque de este trabajo excluye a las soluciones contestatarias, es necesario hacer presente dos puntos: 1) Sus costos y beneficios no parecen haber sido suficientemente analizados y estimados; 2) Una solución contestataria puede resultar como un hecho porque las actuales políticas puestas en práctica para reprogramar la deuda resulten socialmente intolerables o porque ocurra algún otro shock exógeno al momento no previsible.

han tenido lugar hasta ahora bajo la égida del Fondo Monetario, aun cuando tienen conciencia de que están soportando excesivos costos del ajuste y saben que si esta situación se prolonga mucho más tiempo, ella no será tolerable ni social ni políticamente.

Los argumentos presentados por William Cline a favor del actual sistema de renegociación ganaron apoyo entre los acreedores hasta comienzos de 1985. Una serie de factores positivos, que han sido muy acertadamente sumarizados por Fishlow,⁵ contribuyeron a este hecho. En primer término un mayor crecimiento de la producción en los países industriales, centrado principalmente en los Estados Unidos (+6,8% en 1984), pero también en Japón (+5,8% en 1984), contribuyó a una expansión de las exportaciones de algunos países endeudados que fue especialmente importante en el caso de Brasil o México. Pero ello no benefició igualmente a todos los demás deudores. Muchos de ellos no resultaron positivamente afectados por la mayor demanda norteamericana, o porque a pesar del crecimiento de los países de la OCDE, sus términos del intercambio continuaron deteriorados. La experiencia de 1984 apuntó, sin embargo, a la validez de la conclusión de Cline de que el crecimiento de los países industriales es más importante para la solución del problema de la deuda que la reducción de las tasas de interés.

Otro factor que influyó en los acontecimientos positivos del año 1984 fue que los países endeudados prosiguieron sus políticas de austeridad, lo que implicaba un sector externo relativamente equilibrado, pero al precio de una actividad económica muy deprimida. Además, la cooperación entre los bancos acreedores, el Fondo Monetario y otros organismos de crédito público, tanto nacionales como multinacionales, permitió acuerdos ad hoc, según el caso de cada país, que proporcionaron suficientes recursos adicionales para mantenerlos a flote.

Hay, sin embargo, según Fishlow, muchos problemas pendientes que plantean una interrogante acerca de si esta situación se podrá proseguir en el futuro. Ellos ya se han hecho presente en el año recién pasado y proseguirán en el actual. En primer lugar, el crecimiento de los países industriales que fue en promedio de 4,5% en 1984, será solamente entre 3 y 3,5% en los años 1985 y 1986, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional. Las proyecciones para años posteriores no arrojan porcentajes superiores. En la medida

5 "The debt crisis: a longer perspective", en *The Debt Problem*, edition: Carlos Massad, United Nations, New York, 1985. P. 83 y siguientes.

Cuadro N° 1

**América Latina: Variación del Quantum y
Valor de Exportaciones de Bienes,
1980-1985
(1980 = 100)**

	Quantum	Valor
América Latina	124	103
México	162	134
Perú	97	76
Venezuela	79	75
Argentina	147	103
Brasil	156	125
Colombia	135	118
Chile	121	77

Fuente: Cepal, Balance preliminar de la Economía Latinoamericana durante 1985 (Dic. de 1985).

Cuadro N° 2

**América Latina: Variación de la Relación de Precios de
Intercambio de Bienes
1980-85, 7 grandes países
(Porcentaje)**

América Latina	-16,5
México	-23,7
Perú	-30,7
Venezuela	2
Argentina	-17,0
Brasil	-14,5
Colombia	- 8,5
Chile	-31,2

Fuente: Cepal, Balance preliminar de la Economía Latinoamericana durante 1985.

en que el crecimiento de los países industriales fuera más parejo, debido a una reducción de los desequilibrios que el déficit fiscal y del comercio exterior crean en la economía americana, la tendencia a importar de la América Latina se hará menor, ya que los países europeos, según estudios citados también por Fishlow, tienen una tendencia a importar de la América Latina mucho menor que la norteamericana.

Desafortunadamente para los países deudores la recuperación económica de 1984, proseguida aunque con menor intensidad en 1985, no ha significado un mejoramiento de los precios de las materias primas. Al contrario, los términos del intercambio continúan siendo desfavorables para la región. Según el estudio reciente de la Cepal, mientras las cantidades físicas exportadas por la América Latina entre 1980 y 1985 subieron en un 24%, en un decidido esfuerzo de la región para romper las restricciones del sector externo, los valores exportados sólo aumentaron en un 3%, a consecuencia de una reducción generalizada en los precios de los productos. El impacto ha sido diferenciado; algunos países como Venezuela han tenido muy poca pérdida por este concepto, en cambio otros, como particularmente Chile y Perú, han sido mucho más fuertemente afectados. Lo mismo se refleja en el examen de las variaciones de la relación de precios del intercambio de bienes entre los mismos años (Véanse Cuadros N^o 1 y 2).

¿Por qué la recuperación de 1983-84 no ha mejorado los precios de las materias primas? Es posible que los niveles elevados de las tasas de interés internacionales hayan contribuido a que los usuarios de dichas materias hayan tendido a trabajar con stocks más reducidos que lo que habría sido si los intereses se hubiesen encontrado a niveles más razonables.

Otra hipótesis, adelantada por Sjaastad y aceptada por Dornbusch, que ha sido cuestionada por otros economistas como Fishlow, plantea que el precio de las materias primas estaría influenciado por el valor del dólar en relación con las otras monedas de los países industriales. En tanto el dólar esté sobrevaluado, las materias primas tenderán a tener precios deprimidos y viceversa. Cualquiera sea el efecto de esta relación, en la discusión de cuyo contenido no entraremos aquí, la fuerte reducción del precio dólar durante 1985 y en lo que va corrido de 1986 no ha tenido, o por lo menos no hasta el momento, ningún efecto apreciable en el precio de las materias primas.

Muchos problemas específicos afectan naturalmente a cada producto natural. El petróleo está actualmente muy débil, después de los grandes aumentos de precios de 1973 y 1979, debido a la expansión de la producción, a la negativa de muchos miembros de la Opep a limitar las extracciones, a la

sustitución del petróleo por otras fuentes de energía y a la economización de combustibles, en general. Otros productos, como el cobre, sufren del gran aumento de la capacidad de producción en décadas pasadas, del crecimiento lento del consumo, en parte debido al escaso desarrollo industrial, pero también por cambio en la tecnología que tienden a sustituir y a economizar en el uso del metal. Algunos de estos factores son de carácter permanente y pueden ser indicativos de que el consumo futuro del cobre será a tasas considerablemente inferiores que las que ocurrieron en el pasado.

Otro elemento que tendría incidencia particular en el caso de los países endeudados es la persistencia o el recrudecimiento del proteccionismo en los países industriales y especialmente en los Estados Unidos. Aun cuando las declaraciones oficiales harían pensar que esto no ocurrirá, la verdad es que en diferentes formas, tales como acuerdos de penetración de mercados, se limita el ingreso de los países industriales de los productos de exportación de los países en desarrollo. Ello provocará muy graves consecuencias en los resultados de las políticas de promoción de exportaciones que son indispensables para impulsar el desarrollo de nuestras economías y producir divisas para servir la deuda y pagar las importaciones que las inversiones y el normal funcionamiento de la economía nacional requieren. Factores determinantes para reducir las presiones proteccionistas en los países industriales son que las tasas de crecimiento en ellos no mantengan un desempleo elevado y que los ajustes estructurales en el sistema productivo que requiere de industrialización de los países en desarrollo no produzca dislocaciones exageradas y períodos de desempleo muy extendidos.

Las tasas de interés reales pagadas por la deuda, y este es un factor adicional que determina la transferencia de recursos que los países endeudados tienen que hacer para servirla, se elevaron considerablemente entre 1981 y 1984, pero desde ese año se han reducido un tanto. Con una tasa Libor ligeramente superior a 7% al año⁶ y con una inflación esperada que no puede ser menor de un 4% también al año, es difícil pensar que las tasas nominales se reducirán más de unos 2 puntos, en una situación extremadamente favorable. Esto, desde el punto de vista del impacto sobre el servicio de la deuda, por concepto de intereses, significaría para la América Latina aproximadamente un poco más de US\$ 5.000 millones al año. En cambio, una recuperación de los términos del intercambio que existían en el año 1980 implicaría un ingreso de mayores recursos de aproximadamente 3 veces el

6 7,5% al año, tasa a 6 meses para el dólar norteamericano (marzo de 1986).

monto antes indicado, vale decir, unos US\$ 15.000 millones. Lo anterior confirma las proyecciones de William Cline de que el mejoramiento de la posición externa de los países endeudados es más sensible al crecimiento económico de los países industriales que a la reducción de las tasas de interés.

IV Tasas de Interés Nominales y Reales

No obstante lo anterior, como el problema de la tasa de interés será retomado en consideraciones posteriores, parece conveniente hacer en este punto algunas aclaraciones para precisar de lo que estemos hablando. Las tasas de interés nominales son las que los acreedores piden por los créditos que otorgan. En el caso de los créditos bancarios, ellos están constituidos por una tasa variable (generalmente Libor o Prime) que se ajusta cada semestre y que se aplica a todo el stock de la deuda que se encuentra pendiente de pago, más un cierto recargo que es fijo durante la vida del préstamo y también generalmente algunas comisiones adicionales. Los recargos dependen de la disponibilidad de fondos y del grado de competencia que exista entre las distintas entidades bancarias, pero reflejan también de alguna manera el riesgo de prestar a cada país. La suma de los elementos variables y fijos de la tasa de interés constituyen la tasa nominal. Ella tiene a su vez dos componentes: la tasa de inflación que el acreedor espera y la tasa de interés real. La primera tiende a mantener el valor real del crédito, porque la inflación reduce los valores en que la deuda está expresada, si el monto del principal no es reajutable, como no lo es el de los créditos concedidos a la América Latina por los bancos internacionales. Así, si alguien presta 100 dólares a una tasa nominal de 10% porque espera que la inflación en el año sea de 5%, la tasa de interés real es de solamente 5% y la diferencia se pide para que el acreedor reciba intacto el capital que prestó. Es claro que la inflación efectiva puede ser mayor o menor que la esperada, de modo que por esta diferencia puede generar una ganancia o pérdida para el prestamista; ganancia si la inflación efectiva es menor que la esperada y pérdida en el caso contrario.

Desde el punto de vista de los acreedores, si ellos son bancos norteamericanos, la inflación esperada relevante pareciera ser la de los Estados Unidos, y los índices de precios, los de dicho país. En las condiciones actuales, dadas las tasas inflacionarias que allí han regido desde 1983, muy probablemente las expectativas inflacionarias es difícil que sean menores al 4% al año.

No necesariamente el deflactor para establecer las tasas de interés reales es el mismo para los acreedores y los deudores. Para estos últimos, los precios que les importan

no son los norteamericanos, sino los de los productos que exportan porque de ellos se obtienen los recursos para pagar los intereses de la deuda. Así, por ejemplo, Dornbusch ha establecido una tasa real "prime" de 5,6% para los EE.UU. en el año 1980 y de 20,3% para los países deudores que no exportaban petróleo en el mismo año. La misma tasa de interés nominal conduce a tasas "reales" diferentes. Claro que estas últimas dependen de las alzas de precios que se esperan por el acreedor y el deudor al contratar y no resulta correcto desfasar en un período el índice de precios relevantes, para establecer las tasas reales como lo hace Dornbusch, porque, como vimos ya, las expectativas pueden resultar fallidas. En todo caso, uno puede aceptar como aproximación que en un país acreedor como los Estados Unidos, hay expectativas de inflación que pueden situarse en la actualidad en un 4% al año y que estos porcentajes se incorporan en las tasas de interés nominales para mantener el valor del capital que se ha prestado.

Supongamos que un país tiene una deuda externa de US\$ 18.000 millones y que paga en la actualidad un interés de 10% por su deuda, es decir, US\$ 1.800 millones al año. Si la tasa esperada de inflación por los acreedores es de 5% al año, los intereses "reales" de la deuda serán de US\$ 900 millones y el saldo que se paga por intereses corresponde a una amortización acelerada, ya que a consecuencia de la inflación el stock de la deuda de US\$ 18.000 millones perderá de su valor un 5% cada año. En el argumento naturalmente se ha supuesto que las expectativas de inflación son correctas y que el dólar pierde su poder de compra efectivamente a una tasa de 5% cada año.

V Cuenta Corriente y Transferencia de Recursos

Veamos ahora cómo incidiría esto en la cuenta corriente de la balanza de pagos de dicho país y en su transferencia de recursos al exterior. Supongamos que el país tiene un excedente en el comercio exterior visible y un déficit equivalente en transacciones no financieras (fletes, seguros, turismo, pagos oficiales), con lo cual el país está dando al exterior un valor igual en bienes y servicios a los que recibe del exterior. Con ello su riqueza respecto del resto del mundo ni disminuye ni aumenta. Pero, como debido a la deuda externa antes señalada, tiene que pagar intereses (contractuales) por la suma de US\$ 1.800 millones, la balanza de pagos oficial registrará un déficit en la cuenta corriente equivalente a dicho

7 Y también en la definición de la balanza de pagos aceptada por el Fondo Monetario.

monto. Aparentemente, el país para saldar ese déficit deberá liquidar activos o aumentar sus pasivos sobre el exterior por US\$ 1.800, monto en el cual su riqueza respecto del resto del mundo habrá disminuido. Esto es correcto en la medida en que los intereses pactados sean efectivamente intereses y que no haya inflación de la moneda en la cual se expresan los valores de las transacciones internacionales ni tampoco expectativas de ella. Pero, como ya vimos, el dólar se espera que se deprecie a un 5% al año y efectivamente se deprecia a dicha tasa. Por lo tanto, de los US\$ 1.800 millones que se pagan por intereses, la mitad, es decir, US\$ 900 millones, compensa la desvalorización de la deuda, o sea, la amortizan. En consecuencia, el país no se empobrece respecto del exterior en US\$ 1.800 millones, como registran las estadísticas oficiales sino solamente en la mitad de dicha suma. Si los acreedores proponen reprogramar los pagos correspondientes al principal y solicitan el pago de los intereses contractuales, en el hecho están obteniendo una disminución de su exposición ("exposure") en el país, a la tasa en que se desvaloriza la moneda en que está expresada la deuda.

Cuando incluimos los pagos de los servicios financieros (intereses sobre la deuda y utilidades de las inversiones) en el cómputo de la cuenta corriente, se parte de la base de que el capital facilitado al país en períodos pasados ha incrementado la capacidad de producción de la economía que lo recibió (esto puede que sea así, pero también puede que no lo sea) o al menos la utilidad o satisfacción de sus habitantes, los cuales pagan intereses o remesan utilidades, que son parte del flujo de bienes y servicios o de las satisfacciones que el capital foráneo acrecentó. En la medida en que ello sea cierto, el déficit de la cuenta corriente *mide* la transferencia de recursos del resto del mundo al país, aunque ella se haga mediante la reducción que experimenten las reservas externas de oro y de divisas.⁸ Si esto fuere así, los países de América Latina, incluso en los años después de la crisis de 1982, habrían estado recibiendo recursos del exterior, salvo contadas excepciones como Venezuela en 1985. Sin embargo, en los últimos años, en parte debido a análisis efectuados por el Banco Mundial, la transferencia o no de recursos de un país en desarrollo hacia o desde el exterior, estaría mejor indicada por el saldo de la cuenta corriente, excluido el pago de servicios a los factores externos (es decir, intereses de la deuda y utilidades de las inversiones). Con ello se mediría un resultado neto de los flujos de bienes y servicios, sin considerar los que pudieran corresponder a capital recibido en períodos an-

8 Estas reservas se pueden considerar como un título de crédito del país sobre el resto del mundo.

teriores. En este caso, habría transferencias de recursos hacia el país, si el saldo del comercio exterior y de los servicios no financieros resulta negativo y hacia el exterior si fuere positivo. Normalmente habría que esperar que los países en desarrollo no transfieran recursos al exterior, o al menos que no los transfieran en montos significativos, porque ello perjudicará la formación de capital en dichos países y su futura tasa de crecimiento.

Esto último queda más claro si se tiene presente que la inversión total del país se financia con el ahorro nacional *más* el ahorro externo (que es el déficit de la cuenta corriente incluidos los pagos netos a los factores del exterior). El ahorro nacional resulta a su vez del ahorro geográfico (generado dentro de las fronteras del país) menos los pagos a los factores del exterior. Así, por ejemplo, la Argentina tuvo en el año 1984 una inversión total de 14,7% de su producto, el que se financió con un 12,8% de ahorro nacional y un 1,9% de ahorro externo (déficit de la cuenta corriente). El ahorro geográfico del país fue de 21,6% del producto; y la diferencia de 8,8% del producto, entre éste y el ahorro nacional, constituyó el pago neto por intereses y utilidades que el país tuvo que hacer al exterior.

De ello aparece claro que un mismo esfuerzo de ahorro geográfico contribuirá a una mayor inversión, entre menor sea el pago a los factores externos y mayor sea el ahorro externo; y la diferencia entre ambas magnitudes es la transferencia de recursos. Entre más grande sea ésta, menor es la inversión que puede financiar un determinado ahorro geográfico.

No debe pensarse, sin embargo, que los flujos de capital hacia la América Latina representaron en el pasado transferencias positivas de recursos en el sentido que aquí se ha expresado. Ello fue así en los años anteriores a la crisis de la deuda. Pero, en la década de los sesenta, en que estuvo en vigencia el programa denominado "Alianza para el Progreso", las transferencias, aunque de magnitudes no muy elevadas, fueron también en promedio negativas para la región. Aunque en esa época los intereses no eran una partida muy importante en la balanza de pagos, sí lo eran las remesas por inversiones privadas directas (véase Cuadro N° 3).

Dada la importancia que en la discusión del problema de la deuda tiene el nivel de las tasas de interés, ya que ellas determinan los recursos que deben transferirse por este componente del servicio de la deuda, parece conveniente expandir un poco más lo que ya se planteó sobre tasas de interés no-

minales y reales. Así, por ejemplo, en el año 1981 la tasa de intereses nominal a corto plazo era de 14% y había una inflación de 9,6%, lo que daba una tasa de interés real de 4,4%. En el año 1984 la tasa de interés nominal había descendido a 9,5% pero la inflación era de solamente 3,8% con lo cual la tasa de interés real había subido a 5,7%.¹⁰

Ciertamente los países deudores tienen que pagar los intereses nominales pactados, pero como vimos ya que aquella parte de los intereses que corresponden a las expectativas de inflación importan amortización de la deuda, dicha parte en las reprogramaciones debería correr también la suerte de lo que se convenga respecto de las amortizaciones. De otro modo, los recursos nuevos efectivos que los países deudores pueden recibir en la actual coyuntura aparecerán magnificados. Posiblemente a veces puede resultar difícil determinar con precisión aquella parte de los intereses que corresponden a expectativas de inflación, pero alguna magnitud aproximada podrá sin duda estimarse.

El que los países endeudados en desarrollo puedan, mediante reprogramaciones como las que han tenido lugar bajo la égida del Fondo Monetario, llegar nuevamente a la condición de receptores de créditos voluntarios depende de las circunstancias indicadas por Cline: un crecimiento de cierta envergadura en los países industriales que no incrementen o más bien disminuya las medidas proteccionistas que en ellos existen y que mejore los términos del intercambio de los deudores. Solamente así, el ajuste podrá venir de una expansión de las exportaciones, que permita ir reduciendo el peso de la deuda y que al mismo tiempo facilite las inversiones necesarias para que las economías de los deudores crezcan y reduzcan sus elevadas tasas de desempleo. Es posible que este proceso se facilite si el dólar se reduce de valor y ello mejora el precio de las materias primas.

VI Límites al Pago de Intereses

Pero se requiere, además de lo anterior, que haya algún límite a los intereses que los deudores deban pagar por la deuda. En primer término, como ya se dijo, aceptemos que aquella parte de los intereses que corresponde a expectativas inflacionarias deberían ser objeto de reprogramaciones, igual que ocurre con el principal de los créditos. Aun así, los intereses "reales" podrían constituir un gravamen excesivo. Durante el período 1981-84, la tasa de interés Libor para el dó-

10 Estamos aquí realizando un supuesto, no completamente válido, de que las tasas efectivas de inflación son también las esperadas.

Cuadro N° 3

**Déficit de Cuenta Corriente y Transferencia
Neta de Recursos hacia América Latina, 1961-70
(Millones de US\$)**

	1961	1962	1963	1964	1965
1 Déficit en Cuenta Corriente	1.132	1.160	270	621	276
2 Beneficios e Interés Pagados al exterior	832	835	821	1.007	1.631
3 Transferencia Neta de Recursos hacia América Latina (1-2)	300	325	-551	-386	-1.355
	1966	1967	1968	1969	1970
1 Déficit en Cuenta Corriente	941	1.700	2.400	2.400	2.700
2 Beneficios e Interés Pagados al exterior	1.967	1.923	2.327	2.400	2.500
3 Transferencia Neta de Recursos hacia América Latina (1-2)	-1.026	-223	73	-	200

Fuente: Nómina de Expertos del CIAP. La brecha externa de la América Latina, 1968-73, Washington, 1969

lar a 6 meses, deflactada por el índice de precios de los Estados Unidos, ha dado una tasa real de cerca de 7% al año. Como esta tasa es básica para los créditos externos y ellos están sujetos a un recargo y otros costos, durante el período indicado la tasa real de interés por los créditos bancarios ha estado entre 9 y 10% al año. Estos intereses son ciertamente un gravamen muy pesado. Los intereses básicos, Libor, no deberían sobrepasar niveles de 2 a 2,5% anuales, para que con los recargos usuales los deudores paguen entre 4 y 4,5% de intereses reales. Durante el período 1970-79, según cálculos de Dornbusch, la tasa real "prime" fue en los Estados Unidos de 1,16% al año, de modo que en el párrafo anterior estamos considerando la posibilidad de una tasa real de referencia, prácticamente el doble que la anterior. Una tasa real de 4% al año implica, sin embargo, el pago de US\$ 14.600 millones de intereses reales sobre la deuda externa de la América Latina y representa un porcentaje cercano al 15% de las exportaciones de la región. Es decir, es un 50% más que el límite fijado a sus pagos por el Presidente Alan García del Perú. El pago de US\$ 14.600 millones implicaría una transferencia de recursos de aproximadamente un 2,3% del PNB de los países deudores hacia los acreedores, porcentaje que es excesivamente alto, de modo que sería necesario identificar algunas fuentes de recursos que reduzcan dicha transferencia, si suponemos que el tope a los intereses reales fuera de 4 - 4,5% al año.

Varias propuestas se han adelantado para tratar de reducir o más bien para aliviar o posponer el pago de los intereses por parte de los países deudores. Una de ellas es que el costo excesivo de pago de intereses —por encima de una cierta norma— podría ser objeto de refinanciamiento por alguna facilidad crediticia del Fondo Monetario Internacional, de una naturaleza similar al financiamiento compensatorio que existe en dicha institución cuando caen los ingresos de exportación de los países en desarrollo. Esta misma facilidad que hoy día cubre también algunas importaciones podría extenderse a una elevación de los intereses sobre un monto que se estime normal. La dificultad con estas propuestas son, por un lado, la exigüidad de los recursos que el Fondo tiene, y además, la vinculación entre los financiamientos del Fondo y las cuotas de los países miembros. Un financiamiento de 2 puntos en los intereses reales, si ellos se estiman que están sobre lo normal, como evidentemente lo han estado en los últimos años, implicaría una necesidad de recursos de por lo menos US\$ 5.000 millones anuales, si consideramos los créditos bancarios solamente. Esto durante un número de 4 a 5 años sobrepasaría con mucho la capacidad de crédito del Fondo Monetario, a menos que hubiera acuerdo de incrementar sus recursos de un modo muy sustancial o

si se recurriera a alguna forma de financiamiento especial como la que se obtuvo por el Fondo cuando los precios del petróleo se elevaron por primera vez en el año 1973, y la institución estableció la facilidad petrolera.

Una segunda propuesta, que también como la anterior deberíamos entenderla como tendiente a financiar la elevación de los intereses reales, ha sido adelantada por Pedro Pablo Kuczynski, economista peruano, actualmente director gerente de The First Boston Corporation. Implicaría adaptar, para el pago de los intereses, algún mecanismo similar al sistema de préstamos hipotecarios con tasa ajustable, que en pocos años ha adquirido en ese país un volumen de US\$ 230.000 millones. El sistema consiste en que los acreedores pueden contabilizar las tasas de interés del mercado, aun cuando pueden recibir tasas inferiores como pagos efectivos durante un período inicial que puede llegar hasta 5 años. A diferencia de otros sistemas de capitalización de intereses, no se trasladan todos los intereses capitalizados hasta el final del préstamo, sino que la parte no pagada de los intereses se ya pagando en forma gradual. Según Kuczynski, una solución de esta especie requiere la colaboración de los reguladores bancarios en los países acreedores.

VII Limitaciones a la Transferencia de Recursos

Pero todo esto no es suficiente. El problema de la deuda, que hasta ahora se ha enfrentado con medidas que tienden a salvar al sistema financiero internacional, no ha requerido ningún sacrificio de parte de los acreedores y son los deudores los que han tenido que soportar todos los costos del ajuste con una transferencia enorme de recursos hacia el exterior, que ha tenido como consecuencia economías deprimidas con altos niveles de desempleo y reducidas inversiones, lo que pone en peligro su futuro crecimiento. Esta situación debe cambiar fundamentalmente.

En los Cuadros siguientes se da información que permite visualizar este problema. El Cuadro N° 4 se refiere a la totalidad de los países latinoamericanos y el Cuadro N° 5 contiene la misma información para 7 grandes países: Brasil, México, Argentina, Venezuela, Colombia, Chile y Perú, que son también los mayores deudores.

La primera columna de los cuadros contiene los saldos de las cuentas corrientes y el signo negativo indica que la región recibió capital neto del exterior. La segunda columna indica los saldos de los servicios factoriales (intereses y utilidades pagados por la región al exterior *menos* intereses y utilidades recibidos por la región del exterior). La diferencia algebraica entre la segunda y la primera columna indica el *monto de recursos* (entendido en el sentido que fue definido

Cuadro N° 4
América Latina
Saldo en Cuenta Corriente e Ingreso de
Inversiones Netas
(Billones de US\$)

Año	Saldo Cuenta Corriente	Ingresos de Inversiones Netas	Transferencias de Recursos	
1980	-29,3	-15,5	13,8	} 2,2% del PGB
1981	- 43,5	- 24,2	19,3	
1982	-42,1	-33,6	8,5	
1983	-11,7		-27,0	} 4,0% del PGB
1984	- 5,5	- 34,2	-28,8	
1985	- 7,5	-33,7	-26,2	

Fuente: IMF: World Economic Outlook, April 1985. P. 242.

Cuadro N° 5
América Latina (Siete Grandes Países)¹¹
Saldo en Cuenta Corriente e Ingreso de
Inversiones Netas
(Billones de US\$)

Año	Saldo Cuenta Corriente	Ingresos de Inversiones Netas	Transferencias de Recursos	
1980	-25,5	- 17,2	8,3	} 1,0% del PGB
1981	- 36,0	-26,2	9,8	
1982	-32,7	-32,4	0,3	
1983	-3,7	-30,6	-26,9	} 5,0% del PGB
1984	1,9	-34,5	-36,4	
1985	-0,9	-32,0	-31,1	

11 Brasil, México, Argentina, Venezuela, Colombia, Chile y Perú.

más arriba) que la región recibió del exterior si la cifra es positiva, y que transfirió al exterior si la cifra es negativa. Así por ejemplo, para toda la región en los años 1980, 1981 y 1982 los montos de transferencias fueron importantes, sin embargo, no representan más de un 2,2% del PNB de la América Latina. La brusca cesación de los créditos bancarios después de 1982 trajo como consecuencia una drástica reducción de las importaciones en el período 1983-85 y en algunos años para muchos países un mejoramiento de las exportaciones, lo que redujo fuertemente los déficit de cuenta corriente. Los saldos de servicios factoriales quedaron, sin embargo, en montos cercanos a los niveles que habían alcanzado en 1982. En consecuencia, en este período se produjeron altas transferencias de recursos hacia el exterior, que en promedio en el período representaron aproximadamente un 4% del PNB.

Para los siete grandes países el fenómeno es similar aunque un tanto más acentuado, porque mientras en el período de fuerte recepción de créditos (1980-82) las transferencias de recursos alcanzaron solamente a 1% del PNB, en el período de paralización (1983-85) la salida de recursos ha alcanzado en promedio a cerca de un 5% del PNB.

De los cuadros anteriores aparece que la transferencia de recursos al exterior ha sido mucho menor en el caso de los países más pequeños que han obtenido una cantidad de préstamos bancarios mucho más reducida. En el año 1985, según datos provisorios de la Cepal, la comparación entre los saldos de las cuentas corrientes y el de los servicios factoriales netos puede verse en el Cuadro N° 6.

Ecuador es el único país que ha efectuado transferencias netas de gran consideración entre los países de menor tamaño. También lo han hecho, en menores cantidades, Bolivia, la República Dominicana y Uruguay. Para ellos y para los que han tenido transferencias positivas, pero de menores cantidades como Costa Rica y Guatemala, también valen las consideraciones que haremos para los grandes países.

Aun entre los grandes países hay diferencias marcadas. Naciones como Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela han realizado transferencias sustanciales al exterior, especialmente en los años 1983 a 1985. Chile lo ha hecho en los años 1983 y 1985, en cantidades moderadas; y Colombia en 1985, en cantidades también reducidas.¹² En algunos de ellos la transferencia se ha realizado principalmente mediante la compresión de las importaciones, pero otros han podido expandir sus exportaciones al mismo tiempo, especialmente en 1984.

12 Véase BID, Progreso Económico y Social en América Latina, Informe 1985, y CEPAL, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana durante 1985 (diciembre, 1985).

Cuadro N° 6

**Saldo de Cuenta Corriente y de Servicios Factoriales
Netos de Países
Pequeños de América Latina, 1985
(Millones de US\$)**

Países	Saldo de Cuenta Corriente	Servicios Factoriales Netos
Bolivia	-370	-430
Costa Rica	-380	-330
Ecuador	-140	-840
El Salvador	-370	-180
Guatemala	-220	-210
Haití	-160	- 20
Honduras	-350	-200
Nicaragua	-300	-110
Paraguay	-230	- 60
República Dominicana	-200	-300
Uruguay	-200	-350

Fuente: Cepal.

VIII Transferencia de Recursos e Inversión

En toda la región la política de ajuste ha significado una fuerte caída de la inversión que entre 1980 y 1984 bajó de US\$ 155.000 millones a US\$ 105.000 millones, en moneda del poder de compra de 1982.

Comparemos la transferencia de recursos en 1985 como la caída de la inversión bruta entre 1980 y 1984, para los 8 grandes deudores de la América Latina. (Véase el Cuadro N° 7.)

Los casos de Colombia y de Chile son más particulares. En el primero de los países, una transferencia moderada de recursos (1,5% de PNB), no ha conducido a una baja de la inversión, sino que ésta se ha elevado en aproximadamente 10% entre los dos años considerados. En el caso de Chile, una transferencia algo mayor (2,3% del PNB) está asociada

Cuadro N° 7

**América Latina (Ocho Grandes Deudores)
Transferencia de Recursos, 1985
y Caída de la Inversión Interna Bruta,
1980-84**

Países	Transferencia de Recursos, 1985^a	Caída de la Inversión Interna Bruta, 1980-84^b
Argentina	- 3.910	- 8.034
Brasil	- 10.840	- 17.626
Colombia	440	+ 612
Chile	470	-2.192
México	- 8.450	- 16.412
Perú	990	794
Venezuela	- 2.920	-4.361
Ecuador	700	- 1.206
Suma	-28.720	- 51.237

a Dólares de 1985. Datos de Cepal.

b Dólares de 1985, datos de BID, obra citada. Apéndice Estadístico.

con una baja considerable de la inversión (-40%). Aunque en el caso de este país una reducción de las transferencias a un cierto porcentaje de los pagos netos por utilidades e intereses no incrementaría de momento los recursos disponibles para inversiones, ello tendría no obstante consecuencias positivas en cuanto al esfuerzo de ajuste que eventualmente se exigiera al país en los años venideros. Excluyendo los referidos dos países, para los otros deudores importantes la transferencia de recursos al exterior representa un porcentaje del 56% de la caída de la inversión que se observa en ellos entre 1980 y 1984.

Si, como un ejercicio para poder apreciar la naturaleza de las posibles soluciones que se esbozan más adelante, suponemos que los países pudieran refinanciar 3/4 del valor de los servicios factoriales netos, de modo que se les permitiera déficit en cuenta corriente hasta dicho monto, el esfuerzo interno que estos países tendrían que hacer para elevar sus deprimidos niveles de inversión se reduciría de modo drástico.

Cuadro N° 8

América Latina (Seis Grandes Deudores)
Déficit de Cuenta Corriente Permitido
y Diferencia de Inversión
Entre 1980 y 1984
(Millones de US\$ y %)

Países	3/4 de los Servicios Factoriales Netos (1985) (A)	Saldo de la Cuenta Corriente (1985) (B)	Diferencia entre (B) y (A) (O)	Diferencia Inversión Interna-Bruta 1980-84 (D)	(C) Como % de (D) (E)
Argentina	- 4.132	- 1.600	2.532	8.034	32
Brasil	- 8.655	- 700	7.955	17.626	45
México	- 6.750	- 550	6.200	16.412	38
Perú	- 915	- 230	685	794	86
Venezuela	- 1.140	+ 4.440	5.580	4.361	128
Ecuador	- 630	- 140	490	1.206	41
Suma			23.442	48.433	48

La refinanciación de 3/4 de los servicios factoriales netos se justifica por la circunstancia, ya discutida, de que la mitad aproximadamente de dichos servicios factoriales corresponden efectivamente a una amortización de sus obligaciones, de modo que el ejemplo dado en el cuadro anterior implica realmente que se estaría financiando la mitad de los servicios factoriales netos "reales".

Puede verse del cuadro que para el conjunto de los grandes deudores —exceptuados Colombia y Chile— un refinanciamiento como el señalado significa poder compensar casi la mitad de la reducción de las inversiones que ocurrieron en la América Latina en 1984 comparada con 1980, de modo que el esfuerzo de fortalecer el ahorro interno, si bien continuaría siendo necesario, no tendría como consecuencia disminuir exageradamente los ya reducidos niveles de consumo de la región. En el caso de algunos países como Perú y Venezuela, la reducción de las transferencias de recursos hacia

el exterior podría financiar la totalidad de la inversión que se redujo en los primeros años de la década actual.

En los análisis del problema de la deuda desde el punto de vista de los países acreedores, se ha descuidado el análisis de la transferencia de recursos. En el argumento clásico a favor del endeudamiento externo, se supone que éste aumenta la capacidad productiva del país y posiblemente también la exportadora, de modo que de este mayor producto y mayores exportaciones se obtienen los recursos necesarios para su servicio. Pero esto puede no ser así, cuando los préstamos recibidos se gastaron en una parte considerable —y esto ha sido en realidad diferente de país en país— en consumo suntuario o en armamentos o sencillamente alimentaron inversiones realizadas en el exterior, sobre las cuales los gobiernos que son en último término responsables del pago de la deuda tienen solamente un control indirecto y generalmente muy difícil de llevar a cabo.

Como bien ha expresado Fishlow, la idea de que la obligación de transferir recursos al exterior no es inconsistente con el crecimiento económico, *supone* que hay exceso de capacidad en las industrias de exportación o que hay en los países una oferta de ahorros ilimitada. Pero la verdad es que cada dólar que se transfiere al exterior reduce el monto de los recursos disponibles en el país y, en consecuencia, la tasa de inversión, lo que puede perjudicar el crecimiento de los sectores exportadores, un cambio del crecimiento económico dirigido hacia las exportaciones requerirá inversiones e importaciones adicionales. Aun cuando la población aceptara políticas de restricción del consumo, ellas probablemente no se traducirían o por lo menos no de inmediato en un incremento de las exportaciones.

IX Más Sobre la Propuesta Baker

Calibrar con equidad la mezcla de políticas de ajuste y de financiamiento no es tarea fácil, pero la que se ha venido realizando hasta ahora ha estado muy sesgada en contra de los países deudores. A corregir, al menos parte de estos problemas, se dirige la propuesta del Secretario del Tesoro norteamericano, James Baker, durante la reunión anual de los gobernadores del Fondo Monetario¹³ y del Banco Mundial, realizada en Seúl en octubre de 1985.

El secretario, después de aclarar que desde 1982 hasta la fecha se ha realizado un esfuerzo efectivo y exitoso en re-

13 Los principios fundamentales de esta propuesta fueron reiterados por el secretario Baker en septiembre de 1987 en la reunión del Fondo y del Banco Mundial.

programar la deuda externa de muchos países en desarrollo, expresa que en 1985 se han presentado serios problemas, ya que algunos de los países deudores principales han experimentado un retroceso y los préstamos bancarios han declinado de tal manera que prácticamente muy pocos nuevos préstamos netos se contemplaban para dicho año. Según él, para resolver el problema de la deuda, se requería un "programa de crecimiento sostenido", que incorporara tres elementos esenciales, que deberían reforzarse mutuamente: 1) el más importante, la adopción por los principales países deudores de todas las políticas macroeconómicas y estructurales necesarias, apoyadas por las instituciones financieras internacionales, para promover su crecimiento, ajustar sus balanzas de pagos y reducir la inflación; 2) la continuación del rol central del Fondo Monetario, conjuntamente con préstamos de ajuste estructural por los bancos multilaterales de desarrollo, para que ambas clases de instituciones apoyen la adopción por los principales deudores de políticas de crecimiento orientadas por el mercado, y 3) aumento de los préstamos por los bancos privados en apoyo de programas globales de ajuste económico. Baker subrayó que debería haber un mayor énfasis tanto en las políticas económicas orientadas hacia el mercado para estimular el crecimiento, como en el financiamiento adecuado para apoyarlas.

El tema de las políticas es importantísimo, porque sin ellas los acreedores no consentirán en suministrar los recursos que los países deudores esperan para aminorar la carga que actualmente sufren. Forma parte de lo que se denomina "la condicionalidad", hasta hace poco circunscrita a los créditos del Fondo Monetario y en mucho menor medida a los de otros organismos multinacionales, pero que con la propuesta Baker se ampliará a dichos bancos de desarrollo. El Banco Mundial ya tiene puesta en práctica esta nueva "condicionalidad", con los denominados "préstamos de ajuste estructural" (Structural Adjustment loans, SAL), que tiene naturalmente distintos aspectos.

Por el momento abordaremos el problema del monto de los recursos implicados por el plan Baker.

Concretamente el secretario Baker se refirió al aporte de los organismos de crédito multinacionales y al de los bancos privados acreedores. Sin embargo, subrayó otras fuentes de recursos tales como la expansión de las exportaciones, las inversiones privadas directas y la repatriación del capital latinoamericano que ha huido hacia el exterior. En cuanto a los organismos, dijo que un esfuerzo serio para desarrollar los programas del Banco Interamericano y del Banco Mundial podría elevar en cerca del 50% el actual nivel de desembolsos que se acerca a los 6.000 millones de dólares en la actualidad (1985). Agregó que si los países en desarrollo llevan

a cabo reformas orientadas hacia el crecimiento; si los bancos comerciales suministran aumentos adecuados de nuevos préstamos netos a aquellos países cuyo comportamiento sea satisfactorio; y el Banco Mundial demuestra la necesidad de recursos adicionales para efectuar préstamos de calidad, el gobierno norteamericano estaría preparado para examinar seriamente la forma y la época en que tal aumento pudiera tener lugar.¹⁴ En cuanto a la participación de los bancos privados, el secretario expresó que la evaluación que la Tesorería hacía del compromiso requerido de los bancos hacia todo el grupo de países en desarrollo de ingresos medios, fuertemente endeudados, estaría situado en el orden de US\$ 20.000 millones para los próximos 3 años. Como entre el grupo de los países fuertemente endeudados hay varios (Indonesia, Filipinas, Yugoslavia) que están fuera de la América Latina, podemos estimar que de los recursos bancarios (US\$ 7.000 millones anuales), alrededor de US\$ 5.500 millones beneficiarán a la región. Si a esto agregamos US\$ 2.500 millones de los bancos multinacionales, nos encontraríamos con un total de US\$ 8.000 millones anuales para el trienio 1986-1988.

Si observamos el financiamiento de la cuenta corriente de las balanzas de pago de Latinoamérica en el Cuadro N° 9, podemos ver que los créditos bancarios netos que alcanzaron un monto de US\$ 55.300 millones en el año 1981, se estiman en US\$ 1.000 millones para 1985, por el Fondo Monetario. Por otro lado, los créditos oficiales se cree que serán US\$ 8.000, de los cuáles de US\$ 5 a 6.000 millones corresponden a financiamientos multinacionales. Como el déficit previsto en la cuenta corriente para 1985 era de US\$ 8.000 millones, la propuesta de Baker implica en el hecho aumentarlo a US\$ 16.000 millones, cifra que es considerablemente inferior a la que se registró en los años 1980, 1981 y 1982. (Véase nuevamente el Cuadro N° 9.)

¿Qué significa la propuesta de Baker, desde el punto de vista de la transferencia de recursos? Si partimos de la base que los pagos netos de la América Latina por intereses y utilidades ascienden a aproximadamente US\$ 35.000 millones, como ya se vio anteriormente, sin la propuesta Baker la transferencia de recursos habría sido algo superior al 4% del producto nacional de la región y con la propuesta este porcentaje se reduciría al 3%. Desde el punto de vista de los bancos, si los préstamos netos de ellos a la región, sin la propuesta Baker, iban a ser US\$ 1.000 millones en 1986 y con la propues-

14 Esto debe entenderse como un signo de aprobación por el gobierno norteamericano para aumentar el capital del Banco Mundial, idea que el secretario Baker reiteró en 1987.

Cuadro N° 9
América Latina
Resumen de la Cuenta Corriente de la
Balanza de Pagos y su Financiamiento, 1980-1986
(Billones de US\$)

	1980	1981	1982	1983
Saldo de la Cuenta Corriente	-30,3	-43,5	-42,2	-11,6
Transacciones en Activos (Netos) y Errores y Omisiones	-16,0	-27,4	-29,8	- 9,7
Flujos que no crean Deudas	6,8	8,2	7,2	4,6
Préstamos de Acreedores Oficiales de Largo Plazo	4,2	4,3	5,1	10,4
Otros Préstamos ¹⁵	37,2	55,3	31,5	0,9
Variación en las Reservas ¹⁶ (-) Indica aumento	- 1,9	+ 3,0	+28,3	+ 5,4

15 **Principalmente de Bancos.**

16 **Incluye préstamos relacionados con las reservas (FMI).**

Cuadro N° 9
 América Latina
 Resumen de la Cuenta Corriente de la
 Balanza de Pagos y su Financiamiento, 1980-1986
 (Billones de US\$)
 (Continuación)

Saldo de la Cuenta Corriente	- 5,0	- 8,1	- 8,0
Transacciones en Activos (Netos) y Errores y Omisiones	-6,0	- 3,1	- 3,6
Flujos que no crean Deudas	5,1	4,4	6,0
Préstamos de Acreedores Oficiales de Largo Plazo	7,4	8,1	6,0
Otros Préstamos ¹⁵	6,1	1,0	1,2
Variación en las Reservas ¹⁶ (-) Indica aumento	- 7,6	- 2,3	- 1,6

15 Principalmente de Bancos

16 Incluye préstamos relacionados con las reservas (FMI)

17 Estimación

18 Proyección

Puente: Fondo Monetario Internacional

ta Baker se elevarán a US\$ 6.500 millones, quiere decir que ellos por pagos de intereses nominales recibirán una suma anual de US\$ 20.000 millones. De la suma anterior, aproximadamente US\$ 13.250 millones corresponden a intereses reales (aquí se supone que los intereses nominales de la deuda son de 10% al año, la inflación mundial de 5% y el stock de la deuda bancaria US\$ 265.000 millones) y US\$ 6.750 millones a amortización de la deuda. De este modo "la exposición" de los bancos en la América Latina irá disminuyendo a una tasa anual de 2,5% con la propuesta Baker, cuando sin ella, es decir, sobre la base de los desembolsos previstos para el año 1986, según las proyecciones del Fondo Monetario, esa disminución se habría producido a una tasa prácticamente de 4,6% al año.

Por esta razón los países latinoamericanos han expresado que si bien la idea del secretario Baker apunta en la dirección correcta, los montos de financiamiento que contiene son insuficientes. Sin recursos adicionales, los países latinoamericanos no podrán elevar las tasas de inversión ni podrán importar los bienes que precisan para reanudar su crecimiento y la expansión de sus exportaciones. Ni aun cuando pusieran en práctica las medidas de políticas de ajuste estructural que el secretario recomienda, ellas si produjeran los efectos deseados no los producirían en el tiempo necesario para impedir que el problema de la deuda haga crisis nuevamente y en este caso es muy probable que ello ocurra con cesación de pagos.

Los bancos acreedores para que compartan el problema de reducir el peso de la deuda, deberían mantener ésta en términos reales para que su "exposición relativa" disminuya en la medida que los países deudores logran hacer crecer su producción y sus exportaciones. Podrían incluso aumentar moderadamente su "exposición" real, siempre que ello ocurra a tasas menores que el crecimiento del producto y de las exportaciones. Esto cumpliría el requisito que señala Fishlow de "una mezcla razonable que permita un crecimiento adecuado, que reduzca la transferencia de recursos reales y que al mismo tiempo disminuya las razones de la deuda al producto y a las exportaciones".

X Una Propuesta Alternativa

A continuación se desarrolla un caso hipotético que cumpliría con los requisitos anteriores. No es naturalmente el único pero en su aplicación permitiría ampliar los recursos adicionales que propone el secretario Baker y al mismo tiempo haría más fluido el proceso de ajuste y compartiría sus costos en forma más equitativa entre deudores y acreedores.

El caso siguiente se ha construido con cifras, que aunque no sean completamente exactas, se acercan a las que se dan en la realidad y plantean una hipótesis posible y al mismo tiempo equitativa. Los números están dados para la región como un todo. Naturalmente que al concretarse políticas, habría que considerar las situaciones diferentes que existen entre países y así concentrar tal vez más los flujos bancarios a los países de más desarrollo y más endeudados, y más recursos bilaterales a los países de menor desarrollo relativo, dividiendo en forma más pareja los recursos de los organismos multinacionales. Pero no es nuestro propósito abordar aquí este problema.

Supondremos que el PNB de la región está cerca de US\$ 640.000 millones en la actualidad y que su tasa de crecimiento ha sido menor de 1% en promedio en el período 1981-85, comparado con 6% en la década de 1967-76. La reducción del financiamiento bancario ocurrido a partir de 1982 precipitó una recesión que se refleja en la variación de la tasa antedicha de crecimiento del producto en una elevación del desempleo y en un monto de inversiones que ha caído en US\$ 48.000 millones desde 1980 a 1984, en dólares de 1985.

Por otra parte, la reducción de las importaciones que fue el impacto inmediato de la caída del financiamiento externo mejoró la posición de la cuenta corriente de las balanzas de pago de la región que desde déficit que superaban los US\$ 40.000 millones en 1981 y 1982 se espera que se sitúen en US\$ 8.000 millones en 1985 y 1986. Esto implica que América Latina transferirá recursos al exterior por aproximadamente US\$ 27.000 millones, cifra que es equivalente a un poco más del 4% del PNB y al 56% de la caída de la inversión entre 1980 y 1984.

Supondremos también que la deuda externa local de la América Latina es de US\$ 360.000 millones y que de ella alrededor de US\$ 260 mil millones es con bancos e instituciones financieras privados. Los intereses y otros pagos factoriales netos que deben pagarse al exterior suman US\$ 35.000 millones al año. De esta cifra aproximadamente la mitad (US\$ 17.500 millones) es en realidad amortización, porque representa la tasa esperada de inflación en los países industriales, es decir, la tasa a la cual la deuda se desvaloriza en las monedas en que está expresada.

También plantearemos como hipótesis que la América Latina requiere tasas de crecimiento mínimas de 4% al año y que sus exportaciones en términos reales deberían expandirse para ello cerca del 6% al año. Estos objetivos pueden alcanzarse solamente si la región cuenta con recursos externos suficientes si el comportamiento de las economías industriales es favorable (tasas de crecimiento de 3 - 4% al año, freno a las tendencias proteccionistas) y naturalmente en pri-

Cuadro N° 10

Financiamiento Hipotético del Déficit Real
de Cuenta Corriente de
América Latina, 1986
(Millones de dólares y %)

	Monto	% del PNB
Pagos Factoriales netos reales	17.500	2,7
Transferencia de recursos de la región al exterior	6.400	1,0
A financiar (déficit real de la cuenta corriente)	11.100	1,7
a) Inversiones privadas	2.500	0,4
b) Préstamos netos de organismos multinacionales	4.350	0,7
c) Préstamos bilaterales (netos)	1.500	0,2
d) Préstamos de bancos y bonos	2.000	0,3
e) Préstamos de proveedores	750	0,1

mer término, si nuestros países siguen políticas adecuadas para lograr su desarrollo.

El Cuadro N° 10 plantea una conformación del financiamiento del déficit real de la cuenta corriente de la América Latina, sobre la base de que la transferencia neta de recursos de la región al exterior se limita a 1% del PNB, lo que equivale a pagar alrededor del 36% de los intereses reales, los que representan un poco más del 6% de las exportaciones latinoamericanas en 1984.

Este Cuadro puede transformarse en uno del financiamiento nominal de la cuenta corriente, considerando como intereses los pactados contractualmente, aun en aquella parte que constituyen amortización de la deuda, porque corresponden a las expectativas inflacionarias de las monedas en que la deuda está expresada. Para ello basta agregar los intereses que se estiman son amortización (en este ejemplo se ha supuesto que son la mitad a cada categoría de acreedor). El monto de US\$ 17.500 millones se ha repartido aproximadamente entre los distintos acreedores, de acuerdo con la distribución del stock de la deuda. Solamente en forma muy aproximada se ha considerado en la distribución el que los intereses de bancos son más elevados que los de los organismos y los de éstos más que los bilaterales. Pero ello aunque aparte algo el ejemplo de la realidad, no perjudica la esencia de los argumentos que serán los mismos aunque las cifras se muevan un poco más en una dirección o en otra.

Así, hemos supuesto que los intereses totales de la deuda con bancos y tenedores de bonos alcanza a US\$ 27.150 millones, los intereses con organismos suman US\$ 3.500 millones, los con acreedores bilaterales (principalmente gobiernos o instituciones gubernamentales) se estiman en US\$ 2.600 millones; los con proveedores alcanzan a US\$ 1.750 millones. Que esta distribución es sólo una aproximación gruesa, se confirma con el hecho de que la suma de US\$ 35.000 no son los intereses y utilidades brutas, sino contienen deducidos los intereses, aunque pequeños, que la región ha ganado en los últimos años.

Antes de hacer comentarios sobre la distribución de los recursos a financiar entre los distintos proveedores de recursos, valdría la pena que examináramos la distribución real de desembolsos a la América Latina, en el período 1980-83, lo que aparece en el Cuadro N° 12.

El monto global de los desembolsos, realizado en 1980-83 US\$ 25.400 millones, no es muy distinto de los requerimientos que están indicados en el Cuadro N° 12, particularmente si se toma en cuenta la inflación de precios que ha ocurrido desde 1983 hasta la fecha. Los requerimientos ban-

canos y de bonos son prácticamente iguales. En cambio, de la inversión privada se esperan montos significativos menores. Ello en parte resulta de que en los últimos años la inversión privada ha caído y una recuperación —sin duda de mucha importancia dadas las condiciones en que se encuentra la región en la actualidad— probablemente requerirá que haya signos más sólidos de recuperación económica más permanente que inspiren más confianza. Aunque éste, debemos reconocer que es un tema de extrema relevancia, no va a ser objeto del presente trabajo. Indudablemente que en la medida en que se obtengan recursos por esta vía, menores serán los requerimientos que habrá que plantear a los demás proveedores de fondos. Entre éstos, los que necesitan realizar un esfuerzo de expansión mayor son los multilaterales, los bilaterales y los proveedores. Sin embargo, este esfuerzo será significativamente menor que el que se deduce del Cuadro N° 11, ya que ellos a partir del año 1983 han aumentado considerablemente el flujo de financiamiento en relación con el que otorgaban en los primeros años de la década. (Véase Cuadro N° 9.)

Como una cuestión ilustrativa consignaremos a continuación el déficit de la cuenta corriente de las balanzas de pagos de la América Latina en el año 1975, en dólares de aquella época y también en dólares del poder de compra de 1984, para ver cómo se compara con el financiamiento que se ha propuesto anteriormente para 1986. Debe tenerse presente que en el año 1975 ya había un financiamiento de cierta importancia de la banca privada, aunque de montos mucho más modestos que los que se observaron en años posteriores. Tal vez Brasil y Perú eran ya deudores de significación, pero no lo eran el resto de los grandes deudores.

El déficit de la cuenta corriente previsto en el Cuadro N° 11 es menor que el que se produjo en el año 1975; los financiamientos bancarios son algo menores y la inversión privada es más elevada. En cambio, los financiamientos bilaterales y de organismos multilaterales son significativamente mayores, aproximadamente un 60% más altos en la hipótesis del Cuadro N° 11 que en la realidad del año 1975.

La consignación de los referentes al año 1975, que fue un año en que aún no se vislumbraban los problemas de endeudamiento externo, muestra que el planteamiento que se hace para la magnitud del déficit en el año 1986, en los cuadros N°s 10 y 11, y para su forma de financiamiento no son de ninguna manera irrealistas y ellos representarían un escenario mucho más desahogado para que los países de la región puedan proseguir su proceso de desarrollo.

Indicaremos, a continuación, algunas de las implicaciones del déficit y del financiamiento planteados. En primer lugar, el ahorro externo (déficit real de la cuenta corriente

Cuadro N° 11

Financiamiento Hipotético del Déficit
Nominal de la Cuenta Corriente de
América Latina, 1986
(Millones de dólares y %)

	Monto	% del PNB
Pagos Factoriales netos nominales	35.000	5,5
Transferencia de recursos de la región al exterior	6.400	1,0
A financiar (déficit nominal de la cuenta corriente)	28.600	4,5
a) Inversión privada	2.500	
b) Préstamos netos ¹⁹ de organismos multinacionales	6.100	
c) Préstamos netos ¹⁹ bilaterales	2.800	
d) Préstamos netos ¹⁹ de los proveedores	1.625	
e) Préstamos netos ¹⁹ de Bancos y Bonos	15.575	

19 Aquí netos es de amortizaciones o repagos legales por parte de los deudores.

Cuadro N° 12

**Desembolsos Brutos y Netos de Organismos
Proveedores de Financiamiento a la América Latina,
Promedios 1980-1983
(Cifras en millones de US\$ de 1983)**

	Desembolsos Brutos	Desembolsos ²¹ Netos
Multilaterales ²⁰	3.825	2.683
Bilaterales ²⁰ (USA)	1.374	848
OCDE (sin USA)	1.396	581
Socialistas	238	108
Inversión Privada Directa		5.704
Proveedores	1.627	387
Bancos	24.412	14.468
Bonos	1.500	700
Nacionalizaciones (1981-1982)		- 78
Suma		25.401

20 Excluye créditos compensatorios.

21 Deduce de los desembolsos las amortizaciones pagadas a los acreedores.

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo

de la balanza de pagos) financiaría el 11% de la inversión, si ésta permaneciera al nivel del año 1984 y solamente un 7,4% si volviera a elevarse al nivel de los años 1981-82.²² La deuda real con los bancos privados crecería a una tasa anual de menos de 2% al año. Aunque la exposición de los bancos sería de este modo mayor cada año, su importancia relativa iría disminuyendo, ya que se piensa que el producto de la región crecería a una tasa anual de 4% y las exportaciones a una tasa de 6%.

Esto sería más cierto aun, si la transferencia de recursos al exterior se estableciera en un 1% del PNB anual, lo

22 Para ello se ha relacionado el déficit real de la cuenta corriente (Cuadro N° 10) con la estimación de la inversión bruta contenida en BID, Progreso económico y social de la América Latina. 1985.

Cuadro N° 13

**América Latina: Déficit de la Cuenta Corriente
de las Balanzas de Pagos,
Componentes Importantes de su Financiamiento**

	1975 (Billones de US\$)	1975 (Billones de US\$ de 1984)
Inversiones directas	2,2	4,4
Préstamos oficiales	2,5	5,0
Multilaterales	1,4	2,8
Bilaterales	1,1	2,2
Bancos comerciales	8,2	16,4
Proveedores	1,1	2,2
Déficit cuenta corriente	16,2	32,4

Fuente: Massad. Deuda externa y cooperación financiera.

que implicaría las necesidades cada vez de menor financiamiento, siempre que el stock real de la deuda total creciera a la tasa postulada de 2,3% al año para financiar alrededor de un 63% de los intereses que constituyen intereses reales. Aquí se piensa también que las tasas de interés internas no se elevarán del nivel que tienen en la actualidad y si algo ocurre, ellas tendrían que bajar. Si esto no fuera así, habría que poner en práctica algunos de los mecanismos que se señalaron, para el caso de que los intereses reales sean excesivamente elevados.

El Cuadro es más equitativo para los países deudores, aunque no deja de ser sacrificado, porque tendrán que transferir por algún tiempo un 1% del PNB en recursos hacia afuera de la región. Los acreedores tendrán que mantener su exposición, e incluso aumentarla, pero relativamente a variables macroeconómicas significativas esta exposición irá disminuyendo. En esto y en los riesgos de no llegar más rápidamente a una posición que ellos consideren razonable, en cuanto a exposición, radica el sacrificio que el esquema les impone.

No se han considerado los financiamientos del Fondo Monetario, que en los años inmediatamente posteriores a la crisis de 1982 fueron muy importantes, porque se piensa que

ellos deben volver a tener su carácter de financiamientos cíclicos, que ayuden a aplanar las fluctuaciones que inevitablemente tendrá la actividad económica también en el futuro.

Naturalmente, como ya se ha repetido, el financiamiento adecuado no es más que uno de los requisitos para que el problema de la deuda se resuelva con desarrollo. Los otros son que existan las condiciones externas favorables y que los países deudores prosigan con energía y perseverancia políticas eficaces para que sus economías crezcan.