



Comité de Expertos Gubernamentales de Alto Nivel (CEGAN)

Undécimo período de sesiones

Bogotá, Colombia, 3 al 6 de marzo de 1986

B. POLITICAS NACIONALES..... 2

1. Divergencias entre las tasas de interés internas y externas..... 3

- a) La segmentación del mercado..... 3
- b) La calidad de transables o no transables de los activos..... 5

2. Gasto excesivo..... 7

- a) Del gasto público..... 7
- b) Del sector privado..... 8

C. BALANCE Y EVALUACION..... 9

EL PROBLEMA DE LA DEUDA: GESTACION, DESARROLLO, CRISIS Y PERSPECTIVAS

- 1. El cambio en el problema de la deuda..... 9
- 2. Las restricciones a la política interna..... 11
- 3. La transferencia de recursos reales y financieros al exterior..... 11
- 4. Nuevas fuentes de vulnerabilidad externa..... 12
- 5. La vinculación entre el sistema financiero exterior y el interno..... 13

II. LA DEUDA COMO PROBLEMA..... 14

A. EL CAMBIO DE LAS CONDICIONES..... 14

- 1. El comercio y el proteccionismo..... 14
- 2. El aumento de las tasas de interés..... 15
- 3. La reversion de las corrientes financieras..... 18
  - a) Los créditos bancarios..... 18
  - b) El flujo de inversión extranjera..... 18
  - c) La fuga de capitales..... 18

INDICE

	<u>Página</u>
INTRODUCCION.....	1
I. LA DEUDA EN GESTACION.....	2
A. EL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	2
B. POLITICAS NACIONALES.....	2
1. Divergencias entre las tasas de interés internas y externas.....	5
a) La segmentación del mercado.....	5
b) La calidad de transables o no transables de los activos.....	5
2. Gasto excesivo.....	7
a) Del gasto público.....	7
b) Del sector privado.....	8
C. BALANCE Y EVALUACION.....	9
1. El cambio en el nivel y la composición de la deuda.....	9
2. Las restricciones a la política interna.....	11
3. La transferencia de recursos reales y financieros al exterior.....	11
4. Nuevas fuentes de vulnerabilidad externa.....	12
5. La vinculación entre el sistema financiero externo y el interno.....	13
II. LA DEUDA COMO PROBLEMA.....	14
A. EL CAMBIO DE LAS CONDICIONES.....	14
1. El comercio y el proteccionismo.....	14
2. El aumento de las tasas de interés.....	15
3. La reversión de las corrientes financieras.....	18
a) Los créditos bancarios.....	18
b) El flujo de inversión extranjera.....	18
c) La fuga de capitales .....	18

B.	LAS CONSECUENCIAS DEL PROBLEMA.....	19
1.	Las políticas de ajuste.....	20
2.	Comercio, proteccionismo y relación de precios del intercambio.....	25
3.	Financiamiento externo.....	27
III.	DOS ESCENARIOS DE CRECIMIENTO.....	31
A.	EL ESCENARIO 1.0.....	31
B.	VARIANTES DEL ESCENARIO 1.0.....	32
C.	EL ESCENARIO 2.0.....	33
D.	LECCIONES DE LOS ESCENARIOS CONSIDERADOS.....	34
IV.	LAS ESTRATEGIAS DE SOLUCION.....	44
A.	LAS ESTRATEGIAS DESTINADAS A GANAR TIEMPO.....	44
B.	ESTRATEGIAS DESTINADAS A REDUCIR EL PESO DE LA DEUDA... ..	45
1.	Limitaciones del servicio de la deuda según la capacidad de pago del deudor.....	48
2.	Reducción del capital de la deuda.....	48
3.	Reducción en las tasas de interés.....	49
C.	LA PROPUESTA BAKER.....	50
V.	EL CONSENSO DE CARTAGENA.....	52
VI.	CONCLUSIONES.....	53
	Notas.....	55

## INTRODUCCION

Tras la primera alza de los precios del petróleo, el rápido crecimiento de los mercados financieros, que se prolongó por diez años y fue seguido a comienzos de los ochenta por una recesión económica internacional de magnitud sólo excedida por la gran depresión de los años treinta, desestabilizó el sector externo de las economías latinoamericanas y dio origen a una necesidad de ajuste que transmitió los efectos de la crisis, amplificadas, a las economías de los países de la región. Las características del sistema financiero internacional imprimieron a las políticas de ajuste un fuerte sesgo recesivo que se reflejó en una caída en el producto por habitante, en aumentos del desempleo y en una reducción de los salarios reales en la gran mayoría de los países de la región. Pese a estos esfuerzos, el continuo deterioro de las condiciones externas y el comportamiento procíclico del sistema financiero internacional hicieron imposible el servicio normal de los compromisos externos. Frente a esto los países deudores, los países e instituciones acreedoras, y asimismo las instituciones multilaterales de financiamiento, examinan posibles soluciones, mientras se ponen en práctica algunas medidas de emergencia que permitan postergar en cierto grado el problema.

En su Capítulo I este documento examina brevemente el crecimiento de los mercados financieros, así como las políticas nacionales que dieron origen al crecimiento de la deuda externa como forma de financiar desequilibrios externos acrecentados. Se refiere también a las consecuencias de estos hechos.

El Capítulo II analiza los cambios en las circunstancias económicas mundiales que generaron problemas en el sector externo de los países, así como las políticas de ajuste y de financiamiento puestas en práctica para afrontar las dificultades consiguiente y sus efectos negativos sobre el crecimiento.

El Capítulo III presenta dos escenarios básicos de crecimiento futuro de los países de la región y de ellos, y de algunas variantes posibles, plantea las condiciones financieras externas necesarias para recuperar el dinamismo de las economías de los países de la región.

El Capítulo IV examina las estrategias que se han propuesto para manejar el problema de la deuda, las condiciones en las cuales serían eficientes estrategias alternativas y las propuestas más concretas para poner en práctica dichas estrategias.

El Capítulo V resume brevemente la estrategia adoptada por los países signatarios del Consenso de Cartagena, y el Capítulo VI contiene las conclusiones generales del análisis realizado en el documento.

## I. LA DEUDA EN GESTACION

### A. EL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

A mediados de los años sesenta casi todos los países de América Latina mostraban tasas de crecimiento altas, y el ingreso per cápita de la región superaba al de otras regiones en desarrollo, lo que tuvo el doble efecto de transformarla en más atrayente como prestataria, y de dar pie a que se desviarau a otras regiones los recursos emanados de organismos internacionales y de gobiernos de países industrializados. Este último proceso, llamado de "graduación" por el Banco Mundial, limitó cada vez más el acceso de los países latinoamericanos a recursos oficiales de mediano, y largo plazo, y los préstamos de fuentes externas privadas comenzaron a reemplazar la inversión extranjera en la región, ante mayores riesgos de nacionalización y la apertura de oportunidades en otras áreas del mundo (véase el cuadro 1).

Contribuyeron al acelerado crecimiento de los mercados financieros algunos factores institucionales, como la falta de reglamentación en los mercados de eurodivisas, y otros estructurales, como la acumulación de saldos líquidos bajo el control de países (con) alta preferencia (por) liquidez, como los exportadores de petróleo (véase el cuadro 2).

La rápida expansión de tales mercados, basada en la forma de funcionamiento del sistema monetario internacional, creó un mercado internacional de capitales en gran parte al margen de los controles normativos de toda autoridad monetaria o institución internacional. Los movimientos de capital llegaron a ser cada vez más importantes en la determinación del balance de pagos internacionales de los países y del tipo de cambio, y con ello, las fuentes de financiamiento privadas, y especialmente bancarias, aumentaron su importancia; el papel de las instituciones oficiales y de los gobiernos se debilitó, en un sistema monetario y financiero crecientemente basado en el mercado. Esto se tradujo a su vez en una reducción apreciable del plazo medio de amortización, así como en aumentos considerables del costo del financiamiento para los países en desarrollo, especialmente los de América Latina.

### B. POLITICAS NACIONALES

El aumento de la deuda externa de América Latina se hizo sentir, con pocas excepciones, en países grandes y pequeños, en países exportadores y no exportadores de petróleo, en países que estaban abriendo sus economías y los que no lo estaban haciendo.

La demanda total de préstamos del exterior se debe en proporción relativamente pequeña al crecimiento de importaciones y exportaciones. El resto está relacionado con las diferencias entre las tasas de interés de

Cuadro 1

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES): ESTRUCTURA  
DE LAS ENTRADAS NETAS DE CAPITAL a/

(Millones de dólares y porcentajes)

	Inversión directa y de de cartera (1)		Capital de largo, mediano y corto plazo (2)		(1)+(2) Total (3)	Inversión directa y de cartera (4)
	Promedio anual simple	% (Sobre (3))	Promedio anual simple	% (Sobre (3))	Promedio anual simple	Dólares constantes de 1970
1950-1954	361	62	220	38	581	391
1955-1959	764	69	350	31	1 114	1 079
1960-1964	331	30	772	70	1 104	384
1965-1969	732	42	1 030	58	1 762	702
1970-1974	1 251	18	5 650	82	6 901	1 035
1975-1979	4 690	23	15 926	77	20 596	1 189
1980	6 452	19	27 887	81	34 339	1 908
1981	9 570	20	38 149	80	47 719	2 346
1982	10 450	37	17 840	63	28 290	1 859
1983	3 687	72	1 443	28	5 130	1 026

Fuente: CEPAL a base de cifras oficiales e información del FMI (noviembre 1985).

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Cuadro 2

PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO:  
DEPOSITOS EN LA BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL a/

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	(1)	(2)	Relación b/ (1) : (2) c/ %
	Depósitos acumulados	Crédito bancario internacional neto	
1977	84.7	435	19.5
1978	90.9	530	17.2
1979	130.6	665	19.6
1980	172.1	810	21.2
1981	171.4	945	18.1
1982	148.1	1 020	14.5
1983c/ I	137.4	1 085	12.7
1983 II	162.4	1 240	13.1
1984	171.7	1 280	13.4
1985 junio	173.0	1 315	13.2

Fuente: BPI, International Banking and Financial Market Developments,  
Octubre 1985.

a/ Se refiere a los bancos informantes del sistema del Banco de Pagos Internacionales (BPI)

b/ Corresponde a una estimación para excluir la duplicación del cómputo de los redepositos entre bancos informantes.

c/ Se presentan dos cifras diferentes para el año 1983 a fin de reflejar la antigua y la nueva cobertura de los bancos informantes. En efecto, a partir de diciembre de 1983 se amplió la cobertura cuando se agregaron los bancos de centros extranacionales y otros países.

los préstamos internos y de los externos, y también con el gasto excesivo de algunos sectores de la economía.

### 1. Divergencias entre las tasas de interés internas y externas

La evidencia empírica muestra que las diferencias en las tasas de interés internas y externas tienden a persistir incluso en los países industrializados que permiten movimientos de capital sustancialmente libres. Esto es así luego de tomar en cuenta las variaciones esperadas en los tipos de cambio, medidas por los mercados a futuro en moneda extranjera (tasas diferenciales cubiertas). América Latina no es una excepción a este hecho, y en varios países de la región las tasas internas, expresadas en moneda extranjera, se han desviado sustancialmente de las tasas externas (véase el cuadro 3).

Se han adelantado dos hipótesis para explicar los orígenes de este fenómeno en América Latina (además de la explicación tradicional del control de los movimientos de capitales):

#### a) La segmentación del mercado

Como la mayoría de los prestatarios no tiene acceso directo al crédito externo, sino sólo a través de intermediaciones locales, no pueden forzar a una reducción del margen entre las tasas internas y externas. Los intermediarios captan la diferencia entre ambas tasas.

#### b) La calidad de transables o no transables de los activos

La mantención de controles a los movimientos de capitales, induce a emitir y comerciar valores no transables internacionalmente, debido a los riesgos involucrados o a la falta o costo de la información necesaria. Estos activos demorarían tal vez años en convertirse en transables, dados los costos que envuelve el proceso.<sup>1/</sup> Por otro lado, el endeudamiento externo de los agentes económicos internos individuales genera, de hecho, importantes efectos sobre el conjunto. Esto se debe a que, al elevar la deuda externa de un país, cuesta más caro a los nuevos demandantes (y a los antiguos) obtener créditos en el mercado mundial. Estos costos adicionales no son adecuadamente valorizados y asignados por el mercado entre los agentes concurrentes cuanto éste opera sin los controles y las regulaciones necesarios. Así, el costo social de endeudarse en el exterior puede aparecer distorsionado por los precios del mercado, esto es, por el equivalente interno de la tasa de interés internacional. El resultado de esta situación es la acumulación de deudas hasta magnitudes superiores a las socialmente óptimas.

Las tasas de interés internas se mantuvieron más altas que las externas en varios países de la región por efecto de políticas económicas estructurales y de corto plazo, y por el comportamiento de importantes grupos de grandes empresas relacionadas.

Así, a medida que se aceleraban la inflación externa e interna, los países de la región dieron prioridad a la lucha antiinflacionaria, y las



Cuadro 3

## TASAS DE INTERES: INTERNAS E INTERNACIONALES

(Tasas anuales en porcentajes)

	Internas <u>a/</u>			Internacionales <u>b/</u>
	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR
1977	10.0	58.4	22.4	6.4
1978	37.2	51.1	33.4	9.2
1979	34.5	40.5	37.8	12.1
1980	45.6	46.9	40.7	14.0
1981	-30.3	51.9	38.2	16.8
1982	-65.8	-12.1	-	13.6

Fuente: Roberto Zahler, "Recent Southern Cone Liberalization Reforms and Stabilization Policies: The Chilean Case 1974-1982"; en Journal of Inter-American Studies and World Affairs, noviembre de 1983, pp. 509-562. Estadísticas Financieras Internacionales, FMI, abril de 1983; Banco Central de Argentina, series financieras 484; CEPAL, Estudio Económico de América Latina: Uruguay 1981, E/CEPAL/L.268/Add.22 noviembre de 1982.

a/ Equivalencia en dólares de los Estados Unidos de las tasas de interés internas.

b/ LIBOR para operaciones en dólares de los Estados Unidos en Londres, tasa anual por 180 días.

políticas monetarias tendieron a ser restrictivas. Esto trae consigo aumentos en las tasas de interés, un exceso en la demanda de crédito, o ambas cosas. A medida que aumentan las tasas de interés internas en comparación con las externas, se incentiva el endeudamiento en el exterior, y si a la vez los gobiernos eliminan restricciones al endeudamiento externo, las consecuencias son obvias.

Por otro lado, las políticas de apertura al movimiento de capitales y comercio, la reducción de controles sobre el sistema financiero, los cambios en los sistemas tributarios y algunos en los sistemas de seguridad social provocaron alteraciones en los precios relativos, impulsando a los recursos a trasladarse de actividad. En el caso de las actividades cuyos precios relativos aumentan, el comercio exterior actúa como amortiguador a través de las importaciones, pero se mantiene un estímulo para la expansión de la producción interna que implica nuevas demandas de crédito. En el caso de aquellas actividades cuyo precio relativo cae, debería esperarse una reducción de producción y liberación de recursos; tal cosa ocurre sólo lentamente, pues cabe siempre la posibilidad de que los cambios en los precios relativos sean transitorios. Por lo tanto, la empresa pide prestado, aun a altas tasas de interés real, para poder mantener al menos un nivel mínimo de operaciones hasta que varíen las circunstancias. Las reformas económicas, entonces, tienden a aumentar la demanda total de crédito, interno o externo, y esta presión tiende a elevar las tasas internas de interés.

El establecimiento de vínculos entre los bancos y las empresas no financieras da a éstas cierta mayor seguridad de no ser empujadas fuera del mercado a pesar de posibles errores, y tal vez se les exijan menores garantías, con lo cual, al estar arriesgando menos, estarán dispuestas a pagar más altos intereses.

La política cambiaria, utilizada en muchos países como instrumento antiinflacionario, puede traducirse en tasas reales en dólares altos,<sup>2/</sup> o hacer que éstas se muevan más lentamente que la inflación interna, además de tener efectos directos en el comercio de bienes y de servicios no financieros.

## 2. Gasto excesivo

### a) Del gasto público

En este caso, el gobierno gasta más que sus ingresos y financia la diferencia con préstamos internos o externos. Si busca los recursos necesarios en el exterior, aumenta directamente la deuda oficial. Si obtiene préstamos internamente, el aumento es menos directo.

Cuando el sector público se endeuda en el mercado interno, se genera dinero y cuasi dinero por sobre su demanda. Se crea, pues, un exceso de oferta de dinero en la economía; la demanda global de bienes y servicios aumenta. En la medida que aumenta el consumo doméstico de bienes exportables y crecen las importaciones, se produce un desequilibrio en la balanza comercial que puede agravarse por una salida de capitales. El país

ve reducirse sus reservas y las autoridades se ven obligadas a endeudarse para cubrir el déficit, o adoptar medidas de ajuste. En este caso ortodoxo a menudo ocurre que aumenta la deuda externa pública.

b) Del sector privado

En algunos casos, el gasto excesivo del sector privado explica el rápido crecimiento de la deuda en países latinoamericanos en los que el sector público ha mantenido, o casi ha logrado mantener, el equilibrio en sus cuentas. La mayoría de los analistas ha supuesto que las intenciones de exceso de gasto del sector privado, si las hay, no pueden llevarse a cabo porque las autoridades pueden controlar el crecimiento del crédito interno. Sin embargo, aunque así fuese, las intenciones de exceso de gasto del sector privado pueden cumplirse si surgen en el exterior fuentes alternativas de financiamiento.

El sector privado tenderá a gastar en exceso si se forma expectativas demasiado optimistas acerca de la evolución futura de la economía y, por lo tanto, sobrevalora su riqueza.

En tanto el gasto excesivo del sector privado se concentre en bienes transables (aquellos que se pueden comprar o vender en el exterior) se verá reflejado en un déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, financiado con entradas de capitales a medida que el sector privado se endeuda en el exterior. Si también hay exceso de demanda de bienes llamados "no transables" (en el exterior), parte del endeudamiento externo se reflejará en un aumento de las reservas del país <sup>3/</sup> y el precio de los bienes no transables va a tender a subir en comparación con los bienes transables, lo que equivale a una revaluación de la moneda. Puede haber entonces una tendencia a acelerar el proceso de endeudamiento externo. Con tasas de cambio fijas se mantendrá el precio nominal de los bienes transables mientras que el de bienes no transables continuará creciendo, reflejándose la inflación en los índices de precios internos y deteriorándose el tipo de cambio real. Las tasas nominales internas de interés se mantienen altas debido a la inflación de modo que, expresadas en dólares, se convierten en muy altas, impulsando a un mayor endeudamiento en el exterior. Como consecuencia se produce un aumento del componente de deuda externa en la estructura de los pasivos de la economía.

Estos acontecimientos forzarán en algún momento la necesidad de ajuste en la cuenta corriente del balance de pagos de la misma manera en que el gasto público excesivo lleva a la necesidad de un ajuste. Sin embargo, sus síntomas se consideran señales de "buena conducta": no hay problemas con el crédito interno, se produce un aumento de la entrada de capitales y de reservas, y, tal vez, tasas rápidas de crecimiento de la economía. Pero, sin suficiente inversión, este proceso es tan insostenible como aquel generado por el gasto público excesivo.

En los casos en que un exceso de gasto privado domina el cuadro, se encuentra un incremento de la deuda externa del sector privado mientras que, en los casos en que domina un déficit fiscal, el endeudamiento predominante es el de carácter oficial.

## C. BALANCE Y EVALUACION

### 1. El cambio en el nivel y la composición de la deuda

Tanto la demanda como la oferta internacional de crédito, como ya se ha dicho, permitieron el rápido crecimiento de la deuda externa en los países de la región, que se multiplicó por 16 en los 15 años transcurridos desde 1970. Como la mayor oferta provenía de bancos privados, en particular de los de los Estados Unidos, al mismo tiempo que crecía el nivel de la deuda lo hacía aún más rápidamente la magnitud de la deuda de fuente privada. Esta, que representaba 64% del total de la deuda en 1970, alcanzó a un máximo de 88% en 1981/1982 para caer luego a 82% en 1985 (véase el cuadro 4).

Este cambio en la composición de la deuda tiene importantes repercusiones. Primero, a medida que desaparecen los elementos concesionarios de los créditos y en cambio se torna normal aplicar condiciones comerciales, la deuda se encarece y sus plazos se acortan. En segundo lugar, aumenta notablemente el número de acreedores lo que, en caso de crisis, dificulta las negociaciones. Tercero, la deuda está sometida a tasas de interés flotantes cuyas variaciones afectan al total y no sólo a la nueva deuda contraída. Cuarto, los bancos se preocupan cada vez más del grado en que están comprometidos y analizan con creciente atención los indicadores de riesgo de los países. La ausencia de un mercado establecido y organizado en el cual los acreedores puedan hacer líquidas sus carteras bancarias significa que no existe un valor de mercado de sus activos, de modo que la clasificación de las carteras bancarias se convierte en un importante ejercicio que exige una tasación fuera del mercado.

Pero esta modificación en el origen de la deuda tiene también otras dimensiones. Se supone que las instituciones privadas no deciden sus préstamos basándose en motivos políticos. Esto es así mientras el nivel de la deuda no exceda un límite razonable, desde el punto de vista del acreedor, en relación con variables como el total de las exportaciones o el producto nacional bruto del deudor. A medida que aumenta el nivel de la deuda en relación con el tamaño económico y la disponibilidad de recursos externos del país deudor, aumentan tanto el riesgo de cesación de pagos como el interés de los acreedores en las políticas macroeconómicas del deudor. Esto es característico en los grandes acreedores los que, en el caso de América Latina, son principalmente bancos de los Estados Unidos.

Como consecuencia de lo anterior, resultan de hecho ciertas restricciones a la política interna; aumenta la probabilidad de una transferencia real de recursos hacia el exterior y aparece una nueva fuente externa de vulnerabilidad. Estas consecuencias tienen menos importancia mientras más alta haya sido la contribución de la deuda externa al aumento de la capacidad productiva y exportadora de los deudores.

## Cuadro 4

## AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES):

## DEUDA EXTERNA a/

(Deuda pendiente desembolsada a fines  
de cada año)

	Deuda total	Deuda de fuentes oficiales	Deuda de fuentes privadas b/		
	(Miles de millones de dólares)	Miles de millones de dólares	Como porcen- taje de la deuda total		
			Miles de millones de dólares		
			Como porcen- taje de la deuda total		
1970	23	8	36	15	64
1971	26	9	36	17	64
1972	30	10	34	20	66
1973	40	12	28	28	72
1974	56	14	25	42	75
1975	75	16	22	59	78
1976	98	18	18	80	82
1977	116	21	18	95	82
1978	151	25	16	127	84
1979	182	27	15	157	85
1980	223	31	14	198	86
1981	278	34	12	246	88
1982	318	40	12	278	88
1983	344	51	15	293	85
1984	360	57	16	303	84
1985	368	65	18	303	82

Fuente: BIRF, World Debt Tables, Edición 1982-1983 y 1983-1984; BPI, Annual Report varios años, Review, abril de 1983; BID: "External Debt and Economic Development in Latin America", Washington, enero de 1984.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. Las estimaciones incluyen deudas de largo, mediano y corto plazo y deudas con instituciones financieras informantes al Banco de Pagos Internacionales no garantizadas oficialmente. No se incluyen deudas con las demás instituciones financieras y créditos de exportación no garantizados oficialmente.

b/ Todas las deudas a corto plazo se presumen de fuentes privadas.

## 2. Las restricciones a la política interna

El nivel de la deuda, y su estructura de vencimientos, imponen ciertas restricciones a la política interna. Todos los años vence una proporción de la deuda y mientras más corto sea el vencimiento promedio de la deuda, más grande será esta proporción. Si se desea continuar recibiendo una entrada neta de recursos reales desde el exterior, el financiamiento que es necesario obtener es la suma de los vencimientos más los intereses menos (o más) los ingresos (o salidas) netos que se produzcan como consecuencia de la inversión externa directa. Los bancos, para conceder préstamos, se basan en ciertos indicadores, como por ejemplo, los niveles y variaciones de las reservas internacionales, los desequilibrios en el balance de pagos en cuenta corriente y la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones; por ello, enfrentados a la necesidad de solicitar préstamos, los países tenderán a elegir aquellas políticas que produzcan los resultados deseados en esos indicadores. Eso supone restricciones a las políticas monetaria, cambiaria, de tasas de interés, fiscal, etc., aunque tales restricciones no las impongan directamente los bancos. Obviamente, mientras más alto sea el nivel de la deuda, cualquiera que sea la estructura de vencimientos, mayor será la cantidad necesaria anual de nuevos préstamos brutos. Los pagos de intereses también necesitan financiamiento y están determinados no sólo por el nivel de la deuda sino también por el nivel de las tasas de interés externas.

## 3. La transferencia de recursos reales y financieros al exterior

Una de las consecuencias del elevado nivel de la deuda es la mayor probabilidad de una transferencia real de recursos hacia los acreedores. Un país recibe recursos reales netos desde el exterior si sus importaciones de bienes y servicios no financieros superan sus exportaciones, es decir, si existe un déficit en su balance comercial y de servicios no financieros. Este flujo debe ser financiado mediante un ingreso neto de recursos financieros ya sea por la vía de la inversión directa o por la de la deuda externa. La necesidad de financiamiento se ve incrementada por los pagos de intereses al exterior y por posibles aumentos de las reservas internacionales. Dado un cierto nivel de ingreso neto de recursos financieros en la cuenta de capitales del balance de pagos, y dada una cierta tasa de interés, mientras más alto sea el nivel de la deuda mayor será el pago de intereses y menor la probabilidad de que con nuevos aumentos en la deuda pueda satisfacerse la necesidad de financiamiento para el pago de aquéllos. Así, a medida que el nivel de la deuda se eleva, el balance comercial debe cambiar de signo y convertirse en positivo con el fin de cubrir al menos parte de las necesidades de financiamiento de los pagos externos.

Mientras los nuevos créditos sobrepasen el servicio de la deuda en más de lo necesario para satisfacer las necesidades de incrementar las reservas será posible sostener una transferencia de recursos reales desde el exterior hacia el país, la que se refleja en el déficit de la cuenta comercial y de servicios no financieros.

A medida que crece la deuda en relación con los indicadores habituales, exportaciones y producto geográfico bruto, disminuye la probabilidad de obtener nuevos créditos netos y aumenta la de la obligación de transferir recursos reales al exterior.

La magnitud de las transferencias de recursos reales que suponen estas operaciones está relacionada con variables tales como las tasas de interés y la relación de precios del intercambio.<sup>4/</sup>

#### 4. Nuevas fuentes de vulnerabilidad externa

El creciente carácter comercial de la deuda externa acumulada estableció un nuevo mecanismo de transmisión de los ajustes bruscos externos a las economías de América Latina y de ese modo aumentó su vulnerabilidad. A medida que crecía la deuda, aumentaba la proporción de la deuda total sometida a tasas flotantes de interés. Por consiguiente, las fluctuaciones de las tasas de interés se convirtieron en una importante fuente generadora de impactos sobre el balance de pagos en cuenta corriente. Para América Latina en general, la variación de un punto en las tasas de interés, mantenida durante un año, significa una diferencia de unos 2.5 mil millones de dólares en los pagos de intereses, tomando en cuenta el nivel y composición de la deuda de fines de 1985. Las tasas de interés pueden subir o bajar, pero el hecho es que constituyen una nueva fuente de inestabilidad en la balanza de pagos, cuando el nivel de la deuda es suficientemente alto. Esta es otra vía para la transmisión internacional de desequilibrios, la que se agrega a la relación de precios del intercambio, los volúmenes de exportación, el efecto de las tasas de interés sobre el gasto y la inversión, y la fluctuación del tipo de cambio de la moneda de intervención en relación con el resto del mundo.

Se presenta una complicación adicional debido a que las variaciones en las tasas de interés se han asociado a las alteraciones en la relación de precios del intercambio y en el tipo de cambio de la moneda de intervención en relación con otras monedas de importancia en el comercio internacional. Un aumento de las tasas de interés internacionales impulsada por la política económica de los Estados Unidos se asocia a un debilitamiento de la relación de precios del intercambio, tanto por su efecto sobre el nivel de la actividad económica como por su influencia en el costo financiero de mantención de existencias de productos primarios. Igualmente, el aumento tiende a fortalecer el dólar frente a otras monedas, como consecuencia de los movimientos de capitales hacia los Estados Unidos.

Todos estos efectos se manifiestan en un incremento del déficit externo de los países deudores que los obliga a aplicar medidas de ajuste de carácter recesivo. Así, los efectos negativos de todos los factores mencionados se refuerzan mutuamente en vez de compensarse entre sí.

Además de estos aspectos, las variaciones en las tasas de interés tienden a afectar la calidad de las carteras de los bancos. Los aumentos en las tasas de interés tienden a deteriorar la calidad de la cartera ya que las inversiones ya financiadas, que se basaron en la existencia de tasas más bajas, se hacen desventajosas y el peso de la deuda sobre los

deudores es más difícil de soportar. La reducción posterior de las tasas podría mejorar la calidad de las carteras si el deterioro previo no fue suficientemente grave como para destruir la posibilidad de que las empresas puedan volver a normalizar sus operaciones. En algunas ocasiones, el efecto del incremento de la tasa de interés sobre las empresas es tan fuerte que su reducción posterior no anula el efecto deletéreo del incremento.

En todo caso, la variabilidad de las tasas de interés influye en la disposición de los bancos a prestar, con lo que se acentúa la inestabilidad generada por las repercusiones directas de las tasas de interés sobre la liquidez y solvencia de los deudores.

##### 5. La vinculación entre el sistema financiero externo y el interno

Los efectos que las variaciones de las tasas de interés provocan sobre los bancos en el exterior no son cualitativamente distintos de aquellos que se generan en el sistema financiero interno. Las variaciones bruscas de las tasas de interés internas, inducidas o no por las externas, afectan la cartera del sistema financiero y su solvencia. En la medida en que estos efectos no puedan ser traspasados a los tenedores de pasivos del sistema financiero se producen consecuencias asimétricas sobre los activos y pasivos que pueden debilitar el sistema financiero nacional y hacer inevitable la intervención del Estado. Esta última va acompañada normalmente de un apoyo al sistema financiero cuyo costo recae sobre el conjunto de la comunidad.<sup>5/</sup>



## II. LA DEUDA COMO PROBLEMA

### A. EL CAMBIO DE LAS CONDICIONES

A mediados de los años setenta los países industriales experimentaron su contracción más severa desde la gran crisis mundial. La expansión de su actividad económica se reanudó a partir de 1976, pero estuvo lejos de recobrar el ritmo del período anterior. La recuperación, además de ser relativamente débil, se caracterizó por otros rasgos negativos: el bajo nivel de la inversión fija, por una parte, y por otra la persistencia simultánea de tasas de desocupación y de inflación mucho más altas que las registradas hasta 1973.

En buena medida debido a estas circunstancias, la segunda serie de alzas del precio del petróleo generó en las economías industrializadas efectos mucho más graves que los de la crisis petrolera anterior, y la respuesta de la política económica fue asimismo muy diferente. En efecto, la recesión que se inició en 1980, aunque menos profunda que la de 1974-1975 desde el punto de vista de sus consecuencias iniciales sobre el nivel de la actividad económica de los países industrializados, fue, en cambio, mucho más prolongada. Como la proporción de la fuerza de trabajo que carecía de empleo en los países industrializados al comenzar la nueva recesión era bastante mayor que la que se encontraba en esa situación al comenzar la recesión anterior, el estancamiento de la actividad económica fue acompañado por las tasas de desocupación más altas registradas en dichos países desde la gran depresión de los años treinta.

La recesión iniciada en 1980 coincidió con un cambio en la política monetaria de los Estados Unidos. Esta se había orientado tradicionalmente por las presiones que se manifestaran en las tasas de interés, tomando en cuenta la situación coyuntural de la economía. Tal vez por la pertinacia de las presiones inflacionarias, las autoridades decidieron abandonar los indicadores tradicionales que guiaban la política monetaria y reemplazarlos por metas cuantitativas en la expansión del dinero y del crédito. Esto implicaba dejar que las tasas de interés fluctuasen libremente, con lo que cabía esperar una mayor variabilidad de éstas así como una tendencia a su incremento, en la medida en que el déficit fiscal generase una mayor presión del sector público sobre el mercado del crédito.

Este conjunto de factores trajo como consecuencia un debilitamiento del comercio mundial, una acentuación de las tendencias proteccionistas, una elevación de las tasas de interés nominales y reales y una paralización de las corrientes financieras.

#### 1. El comercio y el proteccionismo

Al igual que durante otras recesiones, el estancamiento de la actividad económica de los países industrializados tuvo efectos desfavorables sobre su demanda de importaciones y, por ende, sobre el ritmo de crecimiento del comercio internacional. Sin embargo, en años recientes dichas

consecuencias se hicieron sentir aún más debido al resurgimiento de prácticas proteccionistas en la política comercial de muchas economías centrales; dichas prácticas fueron haciéndose más frecuentes y severas a medida que se incrementaba el desempleo y se prolongaba la recesión. En estas circunstancias, el volumen del comercio internacional, cuya acelerada expansión había desempeñado un papel fundamental en el crecimiento económico mundial durante la posguerra, aumentó apenas en 1980, se estancó casi por completo en 1981, se redujo 2% en 1982 y recuperó apenas en 1983 su nivel de 1981.

Para América Latina esta evolución del comercio internacional fue extremadamente desfavorable. Dada la fuerte declinación en la cotización internacional de la mayoría de los productos básicos, la relación de precios del intercambio disminuyó continua y marcadamente entre 1981 y 1983, y se recuperó sólo marginalmente en 1984, para caer nuevamente en 1985. De hecho, en el quinquenio 1981-1985 la baja en la relación de precios del intercambio de América Latina fue de más de 16%. Si dicha baja no se hubiese producido, los países de la región habrían contado en 1985 con unos 15 mil millones de dólares adicionales que, unidos al superávit comercial de bienes y servicios de 30 mil millones de dólares, habrían permitido pagar los intereses de la deuda externa y aumentar las reservas internacionales de la región en unos 10 mil millones de dólares.

Aunque durante ese período se deterioró la relación de precios externos tanto de los países exportadores de petróleo como de las demás economías de la región, el retroceso fue especialmente grave en el caso de estas últimas, pues en ellas dicha relación había disminuido ya abruptamente en el trienio 1978-1980. Así, entre 1977 y 1985 la relación de precios del intercambio de los países no exportadores de petróleo sufrió un deterioro de 33%; su nivel en el período 1981-1985 fue considerablemente inferior al registrado en cualquier año desde que existe información estadística, incluyendo el período 1931-1935, la etapa más crítica de la gran depresión. Estos resultados ponen de manifiesto la estrecha relación entre comercio y financiamiento.

## 2. El aumento de las tasas de interés

Fueron asimismo muy graves para América Latina las repercusiones de los niveles excepcionalmente altos alcanzados en años recientes por las tasas de interés en los mercados financieros internacionales.

La elevación e inestabilidad de los tipos de interés obedecieron principalmente a las políticas macroeconómicas de los países industriales, y, en especial, a las políticas fiscal y monetaria de los Estados Unidos. El rápido incremento del déficit fiscal, su financiamiento mediante venta de valores en el mercado y la política monetaria apuntada a ciertas metas cuantitativas en la expansión del dinero se unieron para provocar una rápida elevación de las tasas de interés internacionales. Políticas similares en otros países industriales apoyaron esta tendencia y las expectativas de que los déficit fiscales no desaparecerían en un corto plazo, aun con una recuperación fuerte y duradera, contribuyeron a acentuarla.

El efecto de las tasas de interés sobre el ciudadano medio de los Estados Unidos o del Reino Unido no se deja sentir con toda su fuerza, por cuanto los pagos de intereses pueden descontarse de los impuestos; en consecuencia, resulta menos difícil mantener en dichos países tasas más elevadas. En el caso de los Estados Unidos, a comienzos de la presente década se adoptaron medidas adicionales que contribuyeron a proteger aún más a las empresas de este país de los efectos de variaciones en las tasas de interés. En cambio, los mecanismos utilizados para amortiguar tales efectos no son aplicables a los países deudores, y éstos sufren el efecto pleno de las alzas en las tasas de interés. De hecho, las tasas de interés en dólares alcanzaron durante 1981-1982 los niveles más altos registrados históricamente, y las tasas reales en los últimos cinco años las cifras más altas del último medio siglo.

Esta situación representó, asimismo, un contraste radical con la crisis de mediados del decenio pasado, en la cual la tasa real de interés fue persistentemente negativa. Además, como al mismo tiempo se deterioró fuertemente la relación de precios de intercambio de los países latinoamericanos, el aumento del costo real del crédito a que ellos tuvieron que hacer frente fue aun mucho mayor (véase el gráfico 1).

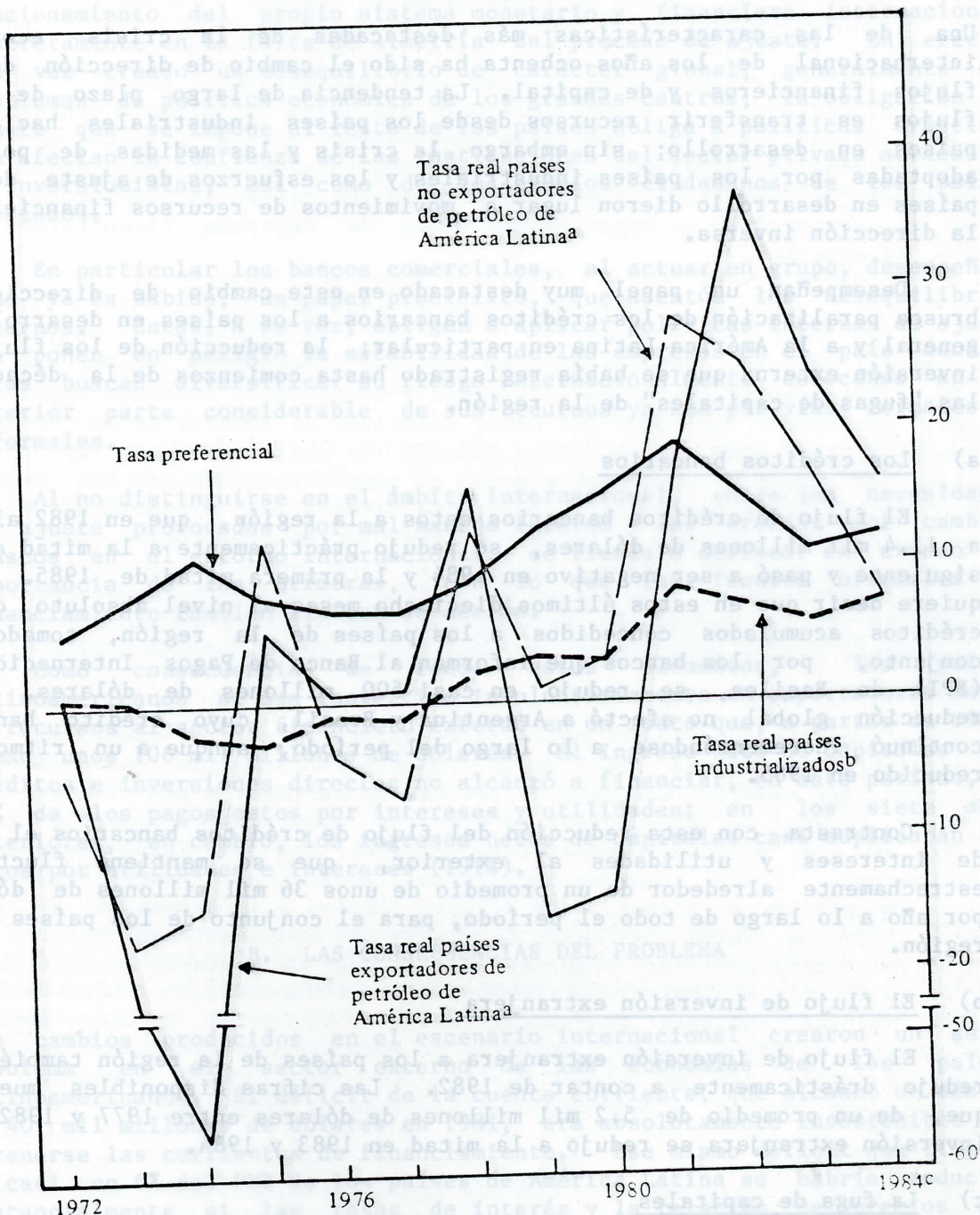
Las tasas de interés desusadamente elevadas tuvieron un efecto claramente negativo a través de dos vías principales. Por una parte, incidieron adversamente en los pagos por servicio de la deuda y la relación de precios del intercambio. Los pagos de intereses superan el costo de las importaciones de petróleo en los países en desarrollo. Al elevar el servicio de la deuda externa, ampliaron enormemente el déficit de la cuenta corriente y, como se verá más adelante, contribuyeron a generar una considerable transferencia de recursos reales hacia el exterior. Así, las remesas brutas de intereses de América Latina crecieron vertiginosamente desde algo menos de 6.9 mil millones de dólares en 1977 a casi 39 mil millones en 1984, reduciéndose apenas en 1985. La incidencia decisiva del aumento de las tasas internacionales de interés en esta evolución se destaca claramente al comparar el crecimiento de las remesas de intereses con el de la deuda externa. Mientras entre 1977 y 1985 el monto global de la deuda se triplicó, el de las remesas casi llegó a quintuplicarse.

Por otra parte, sin embargo, las tasas de interés han contribuido asimismo a retardar la recuperación del Norte, ayudando a fortalecer el valor del dólar frente a otras monedas mediante la afluencia de capitales a los Estados Unidos. Esto también ha afectado la capacidad de competencia de los países menos desarrollados cuyas monedas se vinculan al dólar norteamericano; ha abultado el costo real de servir la deuda externa, contratada predominantemente en dólares de Estados Unidos. Con relación a este último punto, se ha estimado que si el endeudamiento de los países en desarrollo no exportadores de petróleo con los bancos comerciales —que alcanzó a alrededor de 150 mil millones de dólares entre 1979 y 1982, casi todo en dólares— se hubiera diversificado de modo de ajustarlo en general a la composición de divisas de su comercio, el ahorro combinado de estos países por concepto de intereses más bajos y ganancias cambiarias habría sido de más de 30 mil millones de dólares.<sup>6/</sup> Además, las altas tasas de

Gráfico 1

TASAS DE INTERES INTERNACIONALES NOMINAL Y REALES

(Porcentajes)



Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales de los países y del *Economic Report of the President*, febrero de 1984.

Nota: La tasa de interés nominal utilizada es la preferencial de Estados Unidos (prime rate).

aTasa nominal deflactada por el índice de valor unitario de las exportaciones.

bTasa nominal deflactada por el índice de precios al consumidor de los países industrializados.

cEstimaciones preliminares.

interés en los Estados Unidos, junto con políticas cambiarias rígidas en algunos países de la región y con las incertidumbres generadas por el violento proceso de ajuste, han fomentado la fuga de capitales al exterior.

### 3. La reversión de las corrientes financieras

Una de las características más destacadas de la crisis económica internacional de los años ochenta ha sido el cambio de dirección de los flujos financieros y de capital. La tendencia de largo plazo de estos flujos es transferir recursos desde los países industriales hacia los países en desarrollo; sin embargo la crisis y las medidas de política adoptadas por los países industriales y los esfuerzos de ajuste de los países en desarrollo dieron lugar a movimientos de recursos financieros en la dirección inversa.

Desempeñan un papel muy destacado en este cambio de dirección la brusca paralización de los créditos bancarios a los países en desarrollo en general y a la América Latina en particular; la reducción de los flujos de inversión externa que se había registrado hasta comienzos de la década, y las "fugas de capitales" de la región.

#### a) Los créditos bancarios

El flujo de créditos bancarios netos a la región, que en 1982 alcanzó a 11.4 mil millones de dólares, se redujo prácticamente a la mitad al año siguiente y pasó a ser negativo en 1984 y la primera mitad de 1985. Esto quiere decir que en estos últimos dieciocho meses el nivel absoluto de los créditos acumulados concedidos a los países de la región, tomados en conjunto, por los bancos que informan al Banco de Pagos Internacionales (BPI) de Basilea, se redujo en casi 500 millones de dólares. Esta reducción global no afectó a Argentina y Brasil, cuyo crédito bancario continuó incrementándose a lo largo del período, aunque a un ritmo muy reducido en 1985.

Contrasta con esta reducción del flujo de créditos bancarios el pago de intereses y utilidades al exterior, que se mantiene fluctuando estrechamente alrededor de un promedio de unos 36 mil millones de dólares por año a lo largo de todo el período, para el conjunto de los países de la región.

#### b) El flujo de inversión extranjera

El flujo de inversión extranjera a los países de la región también se redujo drásticamente a contar de 1982. Las cifras disponibles muestran que, de un promedio de 5.2 mil millones de dólares entre 1977 y 1982, la inversión extranjera se redujo a la mitad en 1983 y 1984.

#### c) La fuga de capitales

Este rubro parece mostrar incrementos importantes. Si bien no se cuenta con mediciones directas, las estimaciones indirectas que pueden realizarse utilizando cifras de errores y omisiones en el balance de

pagos, así como de discrepancias entre valores de exportación y de importación a nivel internacional, apuntan claramente en la dirección señalada.<sup>7/</sup>

Los elementos detonantes de esta situación se encuentran en el funcionamiento del propio sistema monetario y financiero internacional, concretamente en la falta de simetría del proceso de ajuste. En efecto, una vez creado un desequilibrio de carácter global, generalmente por problemas de política económica de los grandes centros, la obligación de ajuste que se impone al resto de los países obliga a políticas drásticas que afectan la confianza de las instituciones del sector privado acreedoras e inversionistas, así como de los propios ciudadanos de los países afectados.

En particular los bancos comerciales, al actuar en grupo, desempeñan, como ya es sabido, un papel procíclico, que acentúa los desequilibrios externos. Estos, a su vez, obligan a aplicar políticas internas de ajuste que ponen en peligro la estabilidad de las empresas en el país deudor; éstas buscan diversificar su riesgo internacionalmente colocando en el exterior parte considerable de sus recursos ya sea por vías formales o informales.

Al no distinguirse en el ámbito internacional, entre las necesidades de ajuste provocadas por mal manejo interno y las creadas por cambios bruscos en el entorno internacional, se tiende a destacar en exceso la importancia de las primeras, con lo que las fuentes oficiales de financiamiento también limitan su acción.

Como consecuencia de todos estos elementos, los países latinoamericanos se han convertido involuntariamente en exportadores netos de recursos al sector financiero externo en un monto que, a partir de 1982, suman unos 106 mil millones de dólares. El ingreso neto de capitales por créditos e inversiones directas no alcanzó a financiar, en este período, un 30% de los pagos netos por intereses y utilidades; en los siete años anteriores, en cambio, los ingresos netos de capitales casi duplicaban los pagos por utilidades e intereses (191%).

## B. LAS CONSECUENCIAS DEL PROBLEMA

Los cambios producidos en el escenario internacional crearon un serio problema en el sector externo de las economías de los países latinoamericanos. El déficit de la cuenta corriente, que alcanzó un máximo de 40 mil millones de dólares en 1981, era absolutamente insostenible al detenerse las corrientes de financiamiento. Ese mismo déficit que llegaba a casi un 6% del PNB de los países de América Latina se habría reducido sustancialmente si las tasas de interés y la relación de precios del intercambio hubiesen mantenido valores similares a los históricos.

En efecto, si la relación de precios del intercambio y las tasas de interés hubiesen mantenido valores como los registrados en promedio entre

1965 y 1980, el déficit de la cuenta corriente de los países no exportadores de petróleo en 1981, a igualdad de otras condiciones, no habría excedido los 7.7 mil millones de dólares.

Financiar el déficit registrado en 1981 con cargo a las reservas habría consumido en un año el total de éstas para el conjunto de los países latinoamericanos.

Así, se hizo inevitable aplicar políticas de ajuste con el fin de reducir los déficit de la cuenta corriente que ya no era posible financiar. Por su parte, los países centrales continuaron acentuando sus medidas proteccionistas, mientras que la banca privada internacional paralizaba sus operaciones de crédito a la gran mayoría de los países en desarrollo, y éstos se convertían en exportadores netos de recursos financieros, y reales, al exterior.

### 1. Las políticas de ajuste

Los países deudores debieron aplicar, antes o después, políticas de ajuste. Estas políticas, cuya intensidad y modalidades variaron según los países, incluyeron en todos los casos políticas de control de la demanda agregada -tales como la política fiscal, la política monetaria y la política de ingresos- y las que afectan el precio relativo de los bienes transables internacionalmente: políticas cambiaria, arancelaria y de promoción de exportaciones.<sup>8/</sup> Estas políticas fueron acompañadas en algunos casos por programas destinados a incrementar directamente la sustitución de ciertas importaciones. Se detuvo la tendencia a la apertura del comercio exterior y de los movimientos de capitales que había prevalecido en la segunda mitad de los años setenta y, en algunos casos, dicha tendencia se revirtió.

Las políticas de ajuste hubieron de aplicarse ante el cambio de las circunstancias externas que hacía imposible financiar los déficit corrientes. Sin embargo, sus características se definieron con claridad en el marco fijado en los acuerdos de créditos contingentes que la gran mayoría de los países deudores debió convenir con el Fondo Monetario Internacional. Tales acuerdos incluyeron disposiciones restrictivas en materia monetaria y fiscal, que fijaban límites a la expansión de los activos internos netos del Banco Central y al endeudamiento externo e interno del sector público, y que establecían que el gobierno tendría que reducir su déficit mediante la elevación de la tributación, el alza de las tarifas de las empresas del sector público y el corte de los gastos corrientes. Al mismo tiempo, en ellos se aceptaba que durante el proceso de ajuste sería preciso elevar el tipo de cambio real, reducir las remuneraciones reales y mantener tasas de interés positivas en términos reales.<sup>9/</sup>

El rigor y persistencia con que se aplicaron en la práctica las políticas convenidas variaron entre los distintos países. Así, si bien en la mayoría de ellos se efectuaron devaluaciones considerables que inicialmente permitieron elevar en forma muy marcada el tipo de cambio efectivo real, en algunos casos éste volvió a declinar perceptiblemente con

importaciones bajó 50% tan solo en 1983) y, sobre todo, Uruguay (cuyas importaciones reales disminuyeron más de 63% en el trienio 1981-1983) y México (con una reducción de casi 65% en el bienio 1982-1983).

Aunque estas colosales caídas de las importaciones reflejaron en parte los niveles desusadamente altos alcanzados por las compras externas antes de la crisis, no afectaron sólo a las compras externas de bienes de consumo prescindibles y de bienes de capital, sino que incluyeron también reducciones considerables en las importaciones de materias primas y productos intermedios indispensables para mantener el nivel de actividad económica interna. Así, no fue extraño que el producto interno disminuyera ya en 1982 en numerosos países, y que sufriera una nueva declinación en 1983.

Como ya se mencionó, esta tendencia extremadamente desfavorable del comercio exterior de América Latina se interrumpió en 1984. En efecto, a consecuencia de la recuperación de las economías industrializadas y, sobre todo, de la enorme expansión que tuvieron ese año las importaciones de Estados Unidos, el volumen del comercio mundial aumentó en forma notoria por primera vez desde 1979. Dado el estímulo de este entorno externo más favorable y también el nivel más alto de los tipos de cambio reales efectivos en muchos países a partir de 1982, el volumen de las exportaciones latinoamericanas aumentó alrededor de 10%, y su valor sobrepasó ligeramente el registrado antes de la crisis.

Además, por primera vez desde 1981, las mayores exportaciones fueron acompañadas por un incremento de 5.2% del cuántum de las importaciones, aunque éste continuó siendo muy inferior al volumen importado en 1981.

En 1985 el cuántum de importaciones de la región tuvo una leve baja de 0.7%. Sin embargo, este porcentaje no refleja en su verdadera dimensión el impacto de la nueva reducción del volumen de importaciones, debido a que los cambios fueron muy dispares en los distintos países. Así México subió su volumen importado en 20.2% y Ecuador en alrededor de 10%, Argentina, Chile, Perú y Venezuela, en cambio, redujeron el cuántum de importaciones entre 11 y 16%.

En suma, a consecuencias de la radical caída del ingreso neto de capitales ocurrida entre 1981 y 1985, la región debió reducir con extrema rapidez un déficit externo mucho mayor que el que se habría necesitado eliminar en circunstancias más normales de sus relaciones comerciales y financieras con el exterior. De hecho, además de efectuar el ajuste "normal" que exigía la corrección de los excesivos déficit de cuenta corriente en que habían incurrido numerosos países latinoamericanos en los años de precrisis, fue preciso llevar a cabo una suerte de "sobreajuste" para hacer frente a las consecuencias procíclicas de la conducta de los bancos comerciales internacionales. Debido a ello, y a causa también del contexto externo muy desfavorable para las exportaciones latinoamericanas que existió hasta 1983, casi todo el peso de corregir en apenas dos años el cuantioso desequilibrio externo inicial recayó sobre las importaciones, cuya violenta contracción imprimió al ajuste un marcado carácter recesivo.



El proceso de ajuste durante este período adoleció de tres deficiencias fundamentales. En primer lugar, se intentó ajustar el sector externo latinoamericano a una situación internacional que no puede considerarse de equilibrio. Tal situación está fuertemente influida por los grandes desequilibrios macroeconómicos que se registran en algunos países industriales y por la reacción de política económica adoptada para enfrentarlos tanto en el campo fiscal como en el monetario y en el sector externo. Al verse obligados los países deudores a ajustar su propio sector externo ante la falta de financiamiento, la nueva asignación de recursos en el campo productivo que resulta del ajuste se acomoda a la situación existente en el exterior, especialmente desfavorable, que no puede perdurar. Cuando tal situación se revierta, la asignación de recursos requerirá nuevos cambios para acercarse a su equilibrio de largo plazo, y deberá deshacerse parte del camino recorrido durante la crisis. Esta, entonces, provocó un "sobreajuste", desequilibrador desde el punto de vista del largo plazo, que obligó a reducir el ingreso real por habitante mucho más de lo necesario para llevar al sector externo a una situación de equilibrio de largo plazo. Tal situación de equilibrio supone una transferencia de recursos reales desde el exterior hacia los países en desarrollo y no, como ocurrió, la situación inversa.

En segundo lugar, un conjunto importante de países en desarrollo debió adoptar, simultáneamente, políticas fuertemente restrictivas mientras que el resto del mundo, tomado en su conjunto, no aplicaba políticas de carácter expansivo. Esta falta de simetría no facilitó la colocación de exportaciones adicionales de los países deudores en los mercados mundiales, con lo que el esfuerzo recesivo que éstos debieron realizar se acentuó, y se vio afectada la eficiencia de algunas de las medidas tradicionales de ajuste. En particular, las medidas de promoción de exportaciones, entre ellas los ajustes cambiarios, que contribuyen a expandir la oferta exportadora, tuvieron más efecto sobre la caída de los precios de las exportaciones que sobre el aumento de su volumen, tornándose contraproducentes en su efecto de corto, y aun de mediano plazo. Esto ocurre como consecuencia de que son muchos los países que intentan expandir simultáneamente exportaciones de productos competitivos entre sí, mientras los países adquirentes no incrementan paralelamente su demanda. Cabe señalar que los organismos multilaterales de financiamiento tienen de hecho influencia sólo sobre los países que necesitan de sus recursos, por lo que los países acreedores o con moneda de reserva están exentos de tal influencia. Asimismo, debe indicarse que las políticas de ajuste en vigor según la recomendación de tales organismos, debido a la asimetría de su influencia, sólo son plenamente eficientes en un mundo en el que un determinado país tiene problemas, pero el conjunto registra una situación de normalidad. Al ser muchos los países con problemas, sus políticas de ajuste inciden en el conjunto de la economía mundial, lo que vuelve a repercutir, negativamente, sobre aquellos que iniciaron el ajuste, multiplicándose los efectos negativos. Ciertas políticas tienden a derrotarse a sí mismas, como ocurre con el efecto de "devaluaciones competitivas" ya conocidas durante la gran depresión de los años treinta.

En tercer lugar, el proceso de ajuste implícito en los programas aplicados con el apoyo de organismos multilaterales de financiamiento no

consideró explícitamente objetivos de crecimiento, con lo que llevó a forzar un grado de equilibrio externo sólo compatible con altos niveles de desempleo y fuerte caída del producto, que han puesto en peligro la estabilidad económica y política de los países y la consolidación de los procesos de democratización en la región.

Se trató así de un proceso de ajuste desequilibrador, simultáneo, asimétrico y drástico, que trajo como consecuencia un efecto recesivo importante para las economías de los países deudores. Este efecto puede resumirse en la cifra del producto por habitante en América Latina: éste cayó en más de 9% entre 1980 y 1985, y equivale en este último año al nivel alcanzado en 1977.

Otra manera de mostrar la magnitud del ajuste realizado por las economías latinoamericanas es examinar las transferencias de recursos reales y financieros al exterior. El cuadro 6 muestra que la región era receptora neta de recursos reales y financieros hasta 1980-1981. A partir de entonces tales transferencias se invirtieron: la región se convirtió en exportadora neta de tales recursos. En el caso de los recursos reales, los valores transferidos entre 1983 y 1985, medidos según el balance comercial (que incluye servicios no financieros), suman cerca de 90 mil millones de dólares. Por su parte, los recursos financieros transferidos al exterior, medidos según el balance financiero (ingreso neto de capitales menos pagos netos de intereses y utilidades al exterior), alcanzan a los 106 mil millones de dólares entre 1982 y 1985. La diferencia entre ambos balances, comercial y financiero, está constituida básicamente por los cambios en las reservas internacionales.

## 2. Comercio, proteccionismo y relación de precios del intercambio

La insuficiencia de la demanda externa y las tendencias proteccionistas del Norte han afectado tanto a las exportaciones de los países en desarrollo como a su relación de precios del intercambio.

En promedio, los productos de los países en desarrollo no abastecen más del 3% del mercado de los países industriales; esta participación relativamente pequeña debiera dejar amplio margen para la expansión futura. Sin embargo, por la participación elevada de algunos productos y las medidas proteccionistas que tienden a concentrarse precisamente en ellos, el crecimiento futuro podría ser sólo moderado. Si bien las medidas proteccionistas de los países de la OCDE no representaron un freno para los países exportadores más dinámicos a fines del decenio de 1970, hay que considerar que el medio exportador futuro será mucho más competitivo que en los últimos 15 años, ya que los países deudores se verán todos en la necesidad de incrementar sus exportaciones.

Para lograr un aumento significativo de éstas se requerirá no sólo una economía mundial más sólida, sino también un proceso de reestructuración de las economías de los países industrializados, aspecto esencial de la evolución de la economía internacional hacia el cual deberán propender las políticas nacionales tanto de países industriales como de países en desarrollo.

Cuadro 6

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES): TRANSFERENCIA  
DE RECURSOS REALES Y FINANCIEROS a/

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	Balance comercial <u>b/</u>		Balance financiero <u>c/</u>	
	Valor	En relación al PIB <u>d/</u>	Valor	En relación al PIB <u>d/</u>
1970-74	1.0	0.4	3.3	1.4
1975-79	6.4	1.4	12.0	2.7
1980-81	11.4	1.6	11.0	1.6
1982	1.3	0.2	-18.4	-2.4
1983	-27.0	-3.5	-30.1	-3.9
1984	-34.9	-4.2	-25.0	-3.0

Fuente: CEPAL, Balance de Pagos, sobre la base de información del FMI, Balance of Payments Yearbook, listado de noviembre de 1985.

a/ Se refiere a los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

b/ Incluye bienes y servicios. Signo negativo significa transferencia de recursos al exterior.

c/ Calculado como la diferencia entre la entrada neta de capital y el pago neto de utilidades e intereses.

d/ Cifras estimadas del PIB en dólares calculados convirtiendo valores constantes en valores corrientes utilizando el deflactor implícito del producto de los Estados Unidos.

La transmisión internacional de la recuperación de las economías de los países industriales está funcionando menos eficientemente que en el pasado. En el bienio que siguió a la recesión de 1975, el crecimiento del comercio mundial fue superior al aumento del producto mundial por un margen apreciable, como lo había sido en promedio durante todo el período de posguerra. En cambio, en 1983-1984, el crecimiento del comercio superó al del producto en una cifra insignificante, principalmente por la menor disponibilidad de financiamiento (debido al problema de la deuda), y a la proliferación de medidas proteccionistas. A ello deben agregarse las restricciones impuestas a las importaciones por los países en desarrollo con gran endeudamiento.

### 3. Financiamiento externo

Los préstamos bancarios a los países en desarrollo, y en especial a América Latina, crecieron a tasas extraordinariamente elevadas en el decenio de 1970. A posteriori se aprecia que, por elevadas que fueran en algunos países las tasas de crecimiento del PNB y de las exportaciones, las estrategias de desarrollo basadas en el ahorro externo tenían fundamentos muy débiles. La dependencia excesiva de préstamos de corto plazo provocó un grave desajuste entre la estructura de maduración de las inversiones y la deuda, lo que aumentaba la vulnerabilidad de los países a los problemas de servicio. El financiamiento externo sustituyó en algunos casos al ahorro interno, estimulando el consumo; en otros, alentó una mayor importación de armamento. La abundancia de divisas fomentó la sobrevaluación del tipo de cambio, estimulando la inversión en actividades productoras de bienes no comerciables internacionalmente y restando incentivo a las exportaciones. Asimismo, el esfuerzo por mantener los niveles de actividad frente a la crisis del petróleo, y las expectativas de elevados tipos de interés y de cambio en el mercado interno de los Estados Unidos, que estimuló la salida especulativa de capital privado, fueron todos factores que se conjugaron para neutralizar parcialmente las corrientes de financiamiento hacia la región y debilitar los estímulos para su uso eficiente.

La reacción inicial de los bancos privados ante los problemas de servicio de la deuda en el decenio de 1980, no sólo fue la de tratar de reducir sus compromisos con los países en desarrollo, cuyas deudas en los bancos representaban más de 330 mil millones de dólares hacia mediados de 1983, sino además establecer en los convenios de reprogramación nuevas comisiones y cargos (que sólo hace poco han tendido a disminuir levemente), los que se sumaron a las tasas de interés de por sí elevadas. Es evidente que, por la conjunción de activas políticas de crédito con una evaluación deficiente de los proyectos y un desconocimiento del país y de los riesgos comerciales en juego, los bancos son también responsables de la gestación de la crisis actual de balance de pagos. Tienden a argüir que, por lo competitivo de la oferta en el mercado de los setenta, los márgenes fueron muy bajos y los resguardos insuficientes para enfrentar crisis generalizadas de pagos. Sin embargo, su comportamiento actual, con el intento de impedir en forma súbita el acceso de los países con problemas a los mercados financieros, y de aplicar procedimientos de reprogramación que

Junio de 1977, 1978, 1979 y 1980. International Banking Development, octubre de 1985.

elevan considerablemente los costos del financiamiento, está contribuyendo a acentuar los desequilibrios externos y a trasladar a los países deudores casi toda la carga del ajuste (véase el cuadro 7).

Junto con la elevación de los costos financieros, ha disminuido el financiamiento bancario, y hay poca esperanza de que éste pueda aumentar en el futuro cercano, aun con la presión que ejerce el FMI. Sin embargo, como es probable que la disminución de las tasas de interés (si la hay) sea lenta y poco significativa, los grandes y costosos superávit comerciales de los países deudores no bastarán para enjugar el déficit externo, y los países necesitarán nuevos préstamos. Las únicas fuentes disponibles serían los gobiernos de los países desarrollados, que se encuentran sometidos a graves restricciones presupuestarias, y las instituciones multilaterales que, aun cuando pudieran aumentar hasta donde sea razonable su capital y capacidad crediticia, no tendrían capacidad suficiente para atender todas las necesidades. Por ello, a pesar de que debieran redoblar los esfuerzos por lograr que el Banco Mundial y el FMI desempeñen un papel relevante tanto directa como indirectamente en el financiamiento internacional, no parecen viables aquellas soluciones al problema de la deuda de los países en desarrollo que no consideren una reducción de la carga real de dicha deuda.

Cuadro 7

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS EXTERNOS DE LA BANCA  
PRIVADA INTERNACIONAL a/

Años	Bancos en Europa		Bancos en Canadá y Japón	Bancos en EE.UU.	Bancos en ultramar c/	Total bancos informantes d/
	Total	Mercado de Euromonedas b/				

## a) Miles de millones de dólares a fin de cada período

1972	182.2	142.6	24.0	9.2	9.4	224.8
1973	224.4	199.4	29.4	15.2	23.5	312.5
1974	279.4	226.2	34.5	34.7	36.1	384.7
1975	329.9	369.1	34.2	48.3	51.1	463.5
1976	385.6	316.3	39.0	69.6	74.9	569.1
1977	466.3	384.9	39.9	92.6	91.1	569.1
1978	611.4	502.0	56.1	119.2	106.5	893.2
1979	776.0	639.9	71.0	136.4	127.6	1 111.0
1980	903.0	751.2	101.2	176.8	141.0	1 321.9
1981	998.9	847.3	122.8	256.6	172.0	1 550.2
1982	1 028.5	872.4	129.7	363.4	172.9	1 694.5
1983 I	1 029.8	882.0	151.0	396.6	179.8	1 757.1
1983 II	1 049.2	903.3	151.0	396.6	501.1	2 097.9
1984	1 063.0	921.3	170.2	409.5	517.7	2 160.4
1985 Jun 1	1 118.2	957.1	184.5	410.3	521.0	2 234.0

## b) Tasas de crecimiento anual (porcentajes)

1973	23.2	39.8	22.5	65.2	150.0	39.0
1974	24.6	13.4	17.4	128.3	53.6	23.1
1975	18.1	19.0	-0.9	39.2	41.6	20.5
1976	16.9	17.5	14.0	44.1	46.6	22.8
1977	20.9	21.7	2.3	18.7	21.6	21.2
1978	31.2	30.4	40.6	28.7	16.9	29.5
1979	26.9	27.5	26.6	14.4	19.8	24.4
1980	16.4	17.4	42.5	29.6	10.5	19.0
1981	10.6	12.8	21.3	45.1	22.0	17.2
1982	3.0	3.0	5.6	41.6	0.5	9.3
1983 I	0.1	1.1	16.4	9.1	4.0	3.6
1983 II	2.0	3.5	16.4	9.1	189.8	23.8
1984	1.3	2.0	12.7	3.2	3.3	3.0
1985 Jun	5.2	3.9	8.4	0.2	0.6	3.4

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Basilea: BIS Annual Report, junio de 1977, 1978, 1979 y 1980. Internacional Banking Development, octubre de 1985.

Cuadro 7 (concl.)

a/ Hasta 1982 se refiere a los bancos que operan en Austria, Bélgica, Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos estadounidenses en el Caribe y Medio Oriente. A partir de 1983 hubo una ampliación en la cobertura para incluir los bancos que operan en Bahamas, Bahrain, Islas Caimán, Finlandia, Hong Kong, Holanda, Antillas Neerlandesas, Noruega, Singapur y España, más las sucursales de los bancos estadounidenses en Panamá.

b/ Definido en la forma limitada; según el Banco de Pagos Internacionales, circunscrito a los activos en moneda extranjera de los bancos europeos.

c/ Hasta 1983, I se refiere a los bancos de Estados Unidos en Bahamas, Islas Caimán, Panamá, Hong Kong y Singapur. Desde 1983, II incluye además bancos de otros países en dichos centros financieros excluyendo Panamá e incluyendo Bahrain y las Antillas Neerlandesas.

d/ Estas cifras incluyen redepósitos entre los bancos informantes que en los dos últimos años ha alcanzado alrededor de un 40% del total; sin embargo, para los propósitos de este cuadro no se ha descontado dicha suma, ni tampoco se ha hecho una estimación de los montos no incluidos en los totales.

(d) Tasa de crecimiento anual (porcentaje)

Año	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983 I	1983 II	1984	1985 Jun
1973	23.2	39.8	22.2	62.2	150.0	39.0								
1974	24.6	13.4	17.4	128.3	23.6	23.1								
1975	18.1	19.0	-0.9	39.2	41.6	20.2								
1976	16.9	17.2	14.0	44.1	46.6	22.8								
1977	20.9	21.7	2.3	18.7	21.6	21.2								
1978	31.2	30.4	40.6	28.7	16.9	29.2								
1979	26.9	27.2	26.6	14.4	19.8	24.4								
1980	16.4	17.4	42.2	29.6	10.2	19.0								
1981	10.6	12.8	21.3	42.1	22.0	17.2								
1982	3.0	3.0	2.6	41.6	0.2	0.3								
1983 I	0.1	1.1	16.4	9.1	4.0	3.6								
1983 II	2.0	2.2	16.4	9.1	189.8	23.8								
1984	1.3	2.0	12.7	3.2	3.3	3.0								
1985 Jun	2.2	2.9	8.4	0.2	0.6	3.4								

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Basilea: BIS Annual Report, Junio de 1977, 1978, 1979 y 1980. International Banking Development, octubre de 1982.

### III. DOS ESCENARIOS DE CRECIMIENTO

Con el fin de establecer cierto rango de magnitud para las necesidades de financiamiento externo de los países de la región, se han utilizado dos escenarios cuyas trayectorias se desenvuelven en el período 1985-1995. El primero de ellos (escenario 1.0) es un escenario de recuperación lenta que postula que el producto bruto interno por habitante llegará nuevamente al nivel que tuvo en 1980 sólo a fines de la presente década para continuar luego creciendo hasta 1995 a un 3.5% por año.

El segundo escenario (escenario 2.0) postula un crecimiento del producto bruto interno por habitante de 3.5% por año hasta 1990, tasa que se elevará luego a 4.5% por año hasta 1995.

Ambos escenarios se han elaborado por países 11/ y contemplan dos variantes: una reducción de dos puntos porcentuales en las tasas de interés por debajo de las utilizadas para los escenarios básicos (escenario 1.1 y 2.1) y un mejoramiento de 2% anual de los precios de las exportaciones por encima de la tasa de inflación internacional supuesta (escenarios 1.2 y 2.2).

Naturalmente, los supuestos implícitos en el escenario 2.0 acerca del dinamismo de la economía mundial son bastante más optimistas que los del escenario 1.0. Ambos escenarios no constituyen pronósticos sino hipótesis que facilitan el examen de la coherencia de los resultados.

Los escenarios básicos se han elaborado suponiendo una inflación mundial uniforme para todo el período de 6% por año. Las tasas de interés externas, incluidos gastos, comisiones y márgenes, se han fijado en 12 y 11.5% para las operaciones privadas y de 8 a 6.50% para las operaciones con las instituciones oficiales de acuerdo con las condiciones prevalecientes en cada país.

#### A. EL ESCENARIO 1.0

De acuerdo con los supuestos postulados, el crecimiento económico global de la región durante el período 1985-1990 alcanzaría a 3.8% por año. En un tercio de los países considerados las tasas de crecimiento serían 3.5% o inferiores; en otro tercio fluctuarían entre 3.6 y 4.5% y en el resto entre 4.6 y 7%. En estos tres grupos las exigencias en materia de crecimiento son menores para los países grandes, mientras que los países pequeños tienden a concentrarse en los dos grupos de mayor crecimiento. Las tasas de crecimiento requeridas para que los países del último grupo recuperen en 1990 el producto por habitante de 1980 parecen demasiado exigentes, y es poco probable que se logren.

Se supone que el crecimiento de las exportaciones a precios constantes será de alrededor de 4% hasta 1990 y de 5% de ahí en adelante hasta 1995. Como se ha previsto una inflación del 6% por año, cabe inferir que las



tasas de crecimiento nominal de las exportaciones serán de poco más de 10 y 11% respectivamente.

Dado el bajo nivel registrado por las importaciones en la región en años recientes como consecuencia de los fuertes procesos de ajuste puestos en práctica, el escenario 1.0 prevé que su crecimiento será más rápido que el de las exportaciones. Contribuyen a ello también los requisitos de expansión de la inversión necesarios para sostener el crecimiento económico previsto. A pesar de esto, las importaciones no representarían en 1995 una proporción tan alta del producto interno bruto como en 1980.

Las proyecciones para el sector externo que resultan de este escenario suponen una necesidad de financiamiento externo neto anual de 25 mil millones de dólares hacia 1990 y de 55 mil millones de dólares hacia 1995. Dicho financiamiento externo neto anual representaría menos del 13% de las exportaciones en 1990 y alrededor de 16.5% de ellas en 1995, cifras que son muy inferiores a las registradas en 1980-1982. El total del financiamiento externo neto necesario en este escenario entre 1985 y 1990 alcanza a casi 120 mil millones de dólares (hasta 1990), poco menos de 20 mil millones de dólares por año.

Durante todo el período considerado el superávit del balance comercial tendería a reducirse, aunque mantendría su signo, y eso significa una transferencia sostenida de recursos reales al exterior. Sin embargo, este resultado difiere para los distintos grupos de países: mientras que en los países mayores habría correspondencia entre los resultados individuales y los globales, los países más pequeños verían incrementar su déficit de balance comercial.

Como consecuencia de todos estos hechos la deuda externa continuaría creciendo hasta 1995 aunque la relación entre la deuda y las exportaciones se reduciría de 3.2 en 1984 a 2.5 en 1990 y a 2.1 en 1995.

#### B. VARIANTES DEL ESCENARIO 1.0

Una reducción de dos puntos porcentuales en la tasa de interés -si las demás condiciones no variasen- reduciría el endeudamiento necesario para crecer a las tasas previstas, de suerte que la relación entre la deuda y las exportaciones a fines del año 1990 fluctuaría alrededor de 2.2 y sería inferior a 2 a fines de 1995 (alrededor de 1.7).

La reducción del financiamiento externo neto hacia 1990 respecto del escenario básico sería de 13 mil millones de dólares y el crecimiento de la deuda externa total sería sólo la mitad del contemplado en el escenario básico.

Un aumento de 2% anual de los precios de los productos básicos por encima de la inflación global provocaría un aumento en el valor de las exportaciones equivalente a 7.7 mil millones de dólares hacia 1990 y

permitiría reducir en más de 28 mil millones de dólares la deuda externa comparada con los valores obtenidos en el escenario básico.

La relación entre la deuda y las exportaciones sería más baja que en el escenario básico pero no disminuiría tanto como en el caso de una reducción de dos puntos porcentuales en la tasa de interés.

### C. EL ESCENARIO 2.0

Según este escenario, de carácter esencialmente normativo, el producto bruto interno por habitante de la región crecería en promedio a una tasa de 3.5% hasta 1990 y de 4.5% entre 1990 y 1995; en esas circunstancias el crecimiento económico global de la región llegaría a un 5% por año en la primera parte del período y a un 6.4% en la segunda. Para el conjunto de ambos períodos se obtiene un crecimiento promedio anual levemente inferior a 6%, tasa similar a la que se registró en la región en su conjunto durante los años setenta.

En este escenario, se supone que el crecimiento de las exportaciones a precios constantes gire alrededor de 5.1% por año durante el primer quinquenio y de 6.2% durante el segundo, lo que se traduce en crecimientos nominales de más de 11% y más de 12% para cada uno de los períodos. El incremento de las importaciones resulta aún mayor, especialmente en el primer período, ya que se parte de un nivel muy bajo y se requiere de una fuerte inversión, cuyo componente importado es más alto, para sostener las mayores tasas de crecimiento.

En este escenario se ha supuesto una reprogramación de la deuda a diez años plazo con un período de gracia de cinco años que se aplicaría a la deuda pendiente y a la nueva. La deuda externa en este escenario alcanzaría a unos 500 mil millones de dólares hacia 1990 y la relación entre la deuda y las exportaciones sería levemente inferior a la registrada en el escenario 1.0. Hacia fines de 1995 también en este escenario la relación entre la deuda y las exportaciones no diferiría mucho de aquella obtenida en el escenario 1.0, a pesar de que las tasas de crecimiento económico son sustancialmente distintas.

Una reducción de dos puntos en las tasas de interés permitiría ahorrar 57 mil millones de dólares de deuda externa hacia 1990 y 150 mil millones de dólares hacia 1995. Un aumento de 2% en los precios de las exportaciones por encima de la inflación global lograría también mejoramientos sustanciales en el nivel de la deuda en comparación con los resultados del escenario básico.

Los resultados de la evolución de ambos escenarios, 1.0 y 2.0, y de sus variantes se encuentran en los cuadros 8 a 16.12/

#### D. LECCIONES DE LOS ESCENARIOS CONSIDERADOS

Los dos escenarios considerados conducen a una reducción del coeficiente entre la deuda y las exportaciones dentro del período explorado pese a que entrañan un incremento del financiamiento externo. Este último, si bien excede los montos previstos en la actualidad por los organismos financieros privados y multilaterales, es muy inferior al registrado en los primeros años del decenio de 1980.

En efecto, el escenario básico menos ambicioso desde el punto de vista del crecimiento requeriría poco más de 100 mil millones de dólares de financiamiento neto externo en el quinquenio 1986-1990. El escenario más ambicioso exigiría en ese mismo período un financiamiento adicional 25% mayor.

Variantes de los escenarios básicos más optimistas respecto de las tasas de interés internacionales y de la relación de precios del intercambio reducen las exigencias financieras. Sin embargo, las proyecciones de la economía mundial elaboradas por organismos tales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial no permiten asignar probabilidades muy altas a la materialización de esas variantes.

Por estas razones, se justifica explorar soluciones al problema de la deuda y al financiamiento externo que entrañen una acción consciente de todas las partes interesadas. Dicho de otro modo, se justifica buscar vías de solución que supongan modificar las políticas en vigor, así como fortalecer y corregir el sistema monetario y financiero internacional.

Cuadro 8

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: PRODUCTO INTERNO BRUTO, EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS, INVERSION INTERNA BRUTA

(Tasas anuales de crecimiento, porcentajes)

	Escenario 1.0					Escenario 2.0			
	1980	1981	1982	1983	1984	1985-1990	1991-1995		
Producto interno bruto	6.0	1.7	-0.9	-3.3	3.3	3.8	5.5	5.0	6.4
Exportaciones de bienes y servicios	4.2	7.8	-2.4	7.2	7.8	4.1	5.1	5.1	6.2
Importaciones de bienes y servicios	12.9	1.7	-18.4	-26.1	1.6	8.5	7.0	10.1	7.7
Inversión interna bruta	6.8	-2.2	-10.7	-20.1	1.1	6.3	8.0	9.6	8.2

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

D. LECTONES DE LOS ESCENARIOS CONSIDERADOS

Cuadro 9

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS,  
INVERSION INTERNA BRUTA

(Coeficientes respecto del PIB, porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	Escenario 1.0		Escenario 2.0	
						1990	1995	1990	1995
Exportaciones de bienes y servicios	13.3	14.1	13.9	15.4	16.1	16.5	16.2	16.3	16.1
Importaciones de bienes y servicios	16.3	16.3	13.4	10.2	10.1	12.9	13.8	13.2	14.0
Inversión interna bruta	26.1	25.0	21.4	17.5	17.1	20.4	22.9	22.7	24.7

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Cuadro 10

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: LA INVERSION, EL AHORRO Y LOS RECURSOS EXTERNOS

(Coeficientes respecto del PIB, porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	Escenario 1.0		Escenario 2.0	
						1990	1995	1990	1995
Inversión interna bruta	26.1	25.0	21.4	17.5	17.1	20.4	22.9	22.7	24.7
Ahorro interno bruto	23.1	22.8	21.9	22.7	23.1	24.0	25.2	25.8	26.8
Pago neto de factores externos	2.5	3.6	4.9	4.8	4.9	3.6	2.8	3.5	2.8
Efecto de la relación de precios del intercambio	1.6	0.6	-0.7	-1.6	-1.4	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
Ahorro nacional bruto <sup>b/</sup>	22.2	19.9	16.2	16.4	16.9	18.6	20.5	20.5	22.1
Financiamiento externo neto <sup>b/</sup>	3.8	5.1	5.1	1.1	0.3	1.8	2.3	2.2	2.5

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

<sup>a/</sup> Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.<sup>b/</sup> Incluye las transferencias privadas netas.

Cuadro 11

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

	1980	1981	1982	1983	1984	Escenario 1.0		Escenario 2.0		
						1990	1995	1990	1995	
	(Millones de dólares corrientes)									
Exportaciones de bienes y servicios	105770	114076	101956	100650	112239	194593	332490	205933	369770	
Importaciones de bienes y servicios	115900	126603	104332	75222	77218	172014	322331	188784	364817	
Superávit comercial (+)	10130	12527	2376	-25428	-35021	-22580	-10160	-17149	-4953	
Pago neto de factores externos	18411	28393	38432	34869	37628	48001	65808	50276	73234	
Financiamiento externo neto	28087	40347	40717	8793	1878	25085	55026	32791	67659	
	(Coeficientes respecto de las exportaciones de bienes y servicios, porcentajes)									
Importaciones de bienes y servicios	109.6	111.0	102.3	74.7	68.8	88.4	96.9	91.7	98.7	
Superávit comercial (+)	9.6	11.0	2.3	-25.3	-31.2	-11.6	-3.1	-8.3	-1.3	
Pago neto de factores externos	17.4	24.9	37.7	34.6	33.5	24.7	19.8	24.4	19.8	
Financiamiento externo neto	26.5	35.4	39.9	8.7	1.7	12.9	16.5	15.9	18.3	

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

<sup>a/</sup> Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Cuadro 12

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (18 PAISES)<sup>a/</sup>: EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA Y SUS SERVICIOS FINANCIEROS

	1980	1981	1982	1983	1984	Escenario 1.0		Escenario 2.0	
						1990	1995	1990	1995
(Millones de dólares corrientes)									
Intereses de la deuda externa (pagados)	21031	31483	39567	35550	39479	48709	67589	51562	76497
Amortizaciones de la deuda externa	18244	21433	22208	23838	23864	56269	77239	38177	51033
Servicio total de la deuda externa	39275	52916	61775	59388	63343	104978	144828	89739	127520
Entrada bruta de capital extranjero	48204	59603	43407	28460	33865	88091	144951	79333	133829
Aporte neto del capital extranjero	11692	10000	-17002	-29947	-27316	-15486	3535	-8692	10728
Deuda externa	220231	275322	315610	340638	355431	474429	692151	500162	779318
(Coeficientes respecto de las exportaciones de bienes y servicios, porcentajes)									
Intereses de la deuda externa (pagados)	20.2	28.0	39.4	35.9	35.7	25.3	20.6	25.4	21.0
Amortizaciones de la deuda externa	17.5	19.1	22.1	24.1	21.6	29.3	23.5	18.8	14.0
Servicio total de la deuda externa	37.7	47.1	61.5	60.0	57.3	54.6	44.1	44.2	35.0
Entrada bruta de capital extranjero	46.2	53.0	43.3	28.8	30.6	45.8	44.2	39.0	36.7
Aporte neto de capital extranjero	11.2	8.9	-16.9	-30.3	-24.7	-8.1	1.1	-4.3	2.9
Deuda externa	209.9	242.8	311.4	341.1	322.5	246.8	210.8	246.1	213.7

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

<sup>a/</sup> Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.



Cuadro 13

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (18 PAISES)<sup>a/</sup>: DEUDA EXTERNA Y APOORTE NETO DE LOS  
PRESTAMOS EXTERNOS, 1985-1995

	Escenario 1.0			Escenario 2.0		
	Básico	Escenario 1.0		Básico	Escenario 2.0	
		1.1	1.2		2.1	2.2
Deuda externa al 31.XII.1984	355.4	355.4	355.4	355.4	355.4	355.4
Deuda externa al 31.XII.1995	692.1	547.7	543.5	779.3	628.5	619.7
Aumento de la deuda externa, 31.XII.1984 a 31.XII.1995	336.7	192.3	188.1	423.9	273.1	264.3
Intereses pagados 1985-1995	558.6	414.2	520.7	596.5	445.7	556.7
Aporte neto de los préstamos externos, 1985-1995	-221.9	-221.9	-332.6	-172.6	-172.6	-292.4

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

Cuadro 14

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: BALANCE EN CUENTA CORRIENTE

	1984	Escenario 1.0 b/						Escenario 2.0 b/					
		1990			1995			1990			1995		
		Básico	1.1	1.2	Básico	1.1	1.2	Básico	2.1	2.2	Básico	2.1	2.2
(Millones de dólares corrientes)													
Exportación de bienes y servicios	112239	194593	194593	202264	332490	332490	358676	205933	205933	214069	369770	369770	398857
Importaciones de bienes y servicios	77218	172014	172014	172014	322331	322331	322331	188784	188784	188784	364817	364817	364817
Superávit comercial (+)	35021	22580	22580	30250	10160	10160	36345	17149	17149	25286	4953	4953	34040
Pago neto de factores externos	37628	48001	34916	45477	65808	41752	51373	50276	36780	47652	73234	47343	57624
Financiamiento externo neto	1878	25085	12000	14891	55026	30970	14406	32791	19295	22030	67659	41768	22962

## (Coeficientes respecto de las exportaciones de bienes y servicios, porcentajes)

Importaciones de bienes y servicios	68.8	88.7	88.4	85.0	96.9	96.9	89.9	91.7	91.7	88.2	98.7	98.7	91.5
Superávit comercial (+)	31.2	11.6	11.6	15.0	3.1	3.1	10.1	8.3	8.3	11.8	1.3	1.3	8.5
Pago neto de factores externos	33.5	24.7	17.9	22.5	19.8	12.6	14.3	24.4	17.9	22.3	19.8	12.8	14.4
Financiamiento externo neto	1.7	12.9	6.2	7.4	16.5	9.3	4.0	15.9	9.4	10.3	18.3	11.3	5.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

<sup>a/</sup> Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.<sup>b/</sup> Incluye el escenario básico y sus dos variantes.

Cuadro 15

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (18 PAISES)<sup>a/</sup>: EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERNA Y SUS SERVICIOS FINANCIEROS

1984	Escenario 1.0 b/						Escenario 2.0 b/						
	1990			1995			1990			1995			
	Básico	1.1	1.2	Básico	1.1	1.2	Básico	2.1	2.2	Básico	2.1	2.2	
(Millones de dólares corrientes)													
Intereses de la deuda externa (pagados)	39479	48709	36549	46873	67589	45245	55689	51562	38999	49677	76487	52338	63748
Amortizaciones de la deuda externa	23864	56269	50642	54149	77239	61659	63536	38177	34392	36827	51033	40995	42608
Servicio total de la deuda externa	63343	104978	87191	101021	144828	106904	119224	89739	73391	86504	127520	93333	106356
Entrada bruta de capital extranjero	33865	88091	70304	76390	144951	107027	92841	79333	62986	67910	133829	99641	83313
Aporte neto del capital extranjero	-27316	-15486	-15486	-22916	3535	3535	-21815	-8692	-8692	-16554	10728	10728	-17355
Deuda externa	355431	474429	416778	445874	692151	547786	543528	500162	443815	472762	779318	628461	619733
(Coeficientes respecto de las exportaciones de bienes y servicios, porcentajes)													
Intereses de la deuda externa (pagados)	35.7	25.3	19.0	23.5	20.6	13.8	15.7	25.4	19.2	23.5	21.0	14.4	16.2
Amortizaciones de la deuda externa	21.6	29.3	26.3	27.1	23.5	18.8	18.0	18.8	16.9	17.5	14.0	11.2	10.9
Servicio total de la deuda externa	57.3	54.6	45.4	50.6	44.1	32.6	33.7	44.2	36.1	41.0	35.0	25.6	27.1
Entrada bruta de capital extranjero	30.6	45.8	36.6	38.3	44.2	32.6	26.2	39.0	31.0	32.2	36.7	27.3	21.2
Aporte neto del capital extranjero	-24.7	-8.1	-8.1	-11.5	1.1	1.1	-6.2	-4.3	-4.3	-7.8	2.9	3.0	-4.4
Deuda externa	322.5	246.8	216.8	223.3	210.8	166.9	153.7	246.1	218.4	224.0	213.7	172.3	157.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

b/ Incluye el escenario básico y sus dos variantes.

Cuadro 16

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (19 PAISES)<sup>a/</sup>: LA INVERSION, EL AHORRO Y LOS RECURSOS EXTERNOS,  
VARIANTES DEL BASICO

(Coeficientes respecto al PIB, porcentajes)

Grupo de países	1984	Escenario 1.0 b/						Escenario 2.0 b/					
		1990			1995			1990			1995		
		Básico	1.1	1.2	Básico	1.1	1.2	Básico	2.1	2.2	Básico	2.1	2.2
Inversión interna bruta	17.1	20.4	20.4	20.4	22.9	22.9	22.9	22.7	22.7	22.7	24.7	24.7	24.7
Ahorro interno bruto	23.1	24.0	24.0	24.0	25.2	25.2	25.2	25.8	25.8	25.8	26.8	26.8	26.8
Pago neto de factores externos	4.9	3.6	2.6	3.4	2.8	1.8	2.2	3.5	2.5	3.3	2.8	1.8	2.2
Efecto de la relación de precios del intercambio	-1.4	-1.9	-1.9	-1.3	-1.9	-1.9	-0.8	-1.9	-1.9	-1.3	-1.9	-1.9	-0.7
Ahorro nacional bruto c/	16.9	18.6	19.5	19.3	20.5	21.6	22.3	20.5	21.4	21.2	22.1	23.1	23.8
Financiamiento externo neto c/	0.3	1.8	0.9	1.1	2.3	1.3	0.6	2.2	1.3	1.5	2.5	1.6	0.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales.

a/ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

b/ Incluye el escenario básico y sus dos variantes.

c/ Incluye las transferencias privadas netas.

#### IV. LAS ESTRATEGIAS DE SOLUCION

Las estrategias de solución para el problema de la deuda pueden tener dos tipos de objetivos: el primero, ganar tiempo mientras se corrigen naturalmente las deficiencias en la economía mundial que dieron origen al problema; el segundo, aliviar desde luego en grado importante, el peso de la deuda. Ambos objetivos no son excluyentes entre sí.

Las estrategias que corresponden al primer objetivo se sustentan en el supuesto de que está próxima una recuperación de la economía mundial y que ésta corregiría las tasas de interés reales y la relación de precios del intercambio hasta hacer desaparecer el problema. Para que las estrategias de este tipo tengan éxito, han de cumplirse pues dos requisitos: que se registre una recuperación de la economía mundial y que ésta, a su vez, se refleje en mejoramientos suficientes en las tasas de interés y en la relación de precios del intercambio, así como en los volúmenes del comercio.

Las estrategias que corresponden al segundo objetivo responden a supuestos menos optimistas respecto de la conducta de la economía mundial y de su capacidad de reflejarse en mejoramientos suficientes tanto en las tasas de interés como en el comercio. Si estos supuestos menos optimistas se diesen en la realidad, el problema de la deuda llevaría a la necesidad de un grado de ajuste insostenible por parte de los países deudores, de manera que dicho problema no tendría solución sin una reducción, tal vez considerable, y producida por medios directos, en el peso del servicio.

Las estrategias correspondientes al primer objetivo se prestan más al tratamiento caso por caso. Las propias del segundo requieren, al menos, una combinación de tratamiento general con especificaciones caso a caso en aspectos puntuales.

##### A. LAS ESTRATEGIAS DESTINADAS A GANAR TIEMPO

Las medidas que se han adoptado desde 1982 en adelante se inscriben claramente entre aquéllas destinadas a ganar tiempo mientras el funcionamiento normal de la economía mundial resuelve los problemas de tasas de interés, relación de precios del intercambio y volúmenes del comercio. Estas medidas están constituidas principalmente por la renegociación caso a caso de la deuda externa, el fortalecimiento del Fondo Monetario Internacional y de su función catalizadora en el mercado financiero, y la estrecha coordinación de los acreedores.

Sucesivas rondas de renegociación de la deuda externa han ido corrigiendo algunas de las deficiencias iniciales de la renegociación. En efecto, la primera ronda de renegociaciones realizada en 1983, a pesar de que dio mayor tiempo para el pago de la amortización de una parte de la deuda, incrementó el costo de ésta al elevarse los márgenes y las comisiones. Rondas posteriores han eliminado estos recargos e incluso

reducido en alguna medida limitada el costo de la deuda, al aceptarse cambios en las tasas usadas como referencia, márgenes inferiores por sobre las tasas de interés, menores comisiones y otros gastos vinculados al proceso de renegociación (o eliminación de ellos), reprogramación multianual de amortizaciones, mayores plazos de gracia y de vencimiento y la posibilidad de cambiar las monedas en que la deuda está expresada. El Banco Mundial ha incrementado su cofinanciamiento y ha otorgado por primera vez garantías parciales que permitirían reducir el riesgo del país y estimular un mayor financiamiento de las fuentes privadas. Sin embargo, este último ha experimentado una drástica reducción. Los cuadros 17 y 18 resumen los resultados de las diversas rondas de renegociación de la deuda.

No puede esperarse mucho más del proceso de renegociación caso a caso. A pesar de que los resultados económicos de 1984 crearon la sensación de que el problema de la deuda iba por el camino de resolverse de manera "natural", las cifras de 1985 muestran un cuadro completamente distinto: la relación de precios del intercambio continúa deteriorándose y el comercio mundial no se expande, mientras las tasas de interés vigentes representan un peso excesivo para los deudores.<sup>13/</sup>

La evidencia parece indicar que se requerirán tasas de crecimiento de más de 4% por año en los países de la OCDE, además del abatimiento de las tendencias proteccionistas, de financiamiento adicional y de cierta reducción de las tasas de interés, para resolver gradualmente por esta vía el problema de la deuda.<sup>14/</sup> Si bien tasas de este orden no son desconocidas, resulta demasiado arriesgado basar en ellas una estrategia para resolver el problema de la deuda.

#### B. ESTRATEGIAS DESTINADAS A REDUCIR EL PESO DE LA DEUDA

Para este tipo de estrategias hay dos caminos: el de limitar los pagos del servicio de la deuda en función de ciertos criterios de capacidad y el de reducir directamente tales pagos. Ambos son financieramente equivalentes, en la medida en que pueda acumularse indefinidamente el servicio de la deuda que exceda de los límites establecidos.

La reducción de la deuda puede efectuarse ya sea por reducción de los intereses (por debajo de los del mercado) o por reducción directa del capital. También en este caso ambos procedimientos son financieramente equivalentes, aunque difieren en su tratamiento contable. La reducción de los intereses, en el balance de las instituciones acreedoras, se refleja sólo a través del tiempo, mientras que la reducción en el capital de la deuda incide en forma inmediata y total en el balance. Esta diferencia puede ser importante para las instituciones acreedoras y su estabilidad.

Cuadro 17

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (13 PAISES): REPROGRAMACION  
DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA PRIVADA: 1982-1985 a/

(Millones de dólares)

	Primera ronda 1982/1983		Segunda ronda 1983/1984		Tercera ronda 1984/1985			
	Vencimientos		Nuevos créditos		Vencimientos		Nuevos créditos	
	Monto	Años	Monto	Años	Monto	Monto	Años	
Argentina	13 000	sep 83-83 <sup>c</sup> /1	500	-	-	13 500	82-85	4 200
Brasil	4 800	83	4 400	5 400	84	6 500	-	-
Costa Rica	650	82-84	225	-	-	-	-	-
Cuba	130	sep 82-83	225	-	-	280	85-86	75
Chile	3 424	83-84	1 300	-	-	82	85	-
						780	85-87	714;
Ecuador	1 970	nov 82-83	431	900	84	-	5 932	371 <sup>d</sup> /
Honduras	121	82-84	-	-	-	4 630	85-89	200
México	23 700	ago 82-84	5 000	12 000 <sup>e</sup> /ago	82-84	220	85-86	-
Panamá	180	83	100	-	-	48 700	85-90	-
Perú	400	83	450	662	84 jul 85	603	85-86	60
República Dominicana	568 <sup>c</sup> /	82-83 <sup>c</sup> /	-	-	-	-	-	-
Uruguay	630	83-84	240	-	-	790	82-85	-
Venezuela	-	-	-	-	-	1 600	85-89	-
						21 200	83-88	-

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales y de diversas fuentes nacionales e internacionales.

a/ Para cada ronda, la primera columna se refiere al monto de amortizaciones reprogramadas, la segunda a los años de vencimiento reestructurados y la tercera a los créditos adicionales concedidos por la banca privada como parte integral de dicha reestructuración. El cuadro no incluye información sobre la mantención de líneas de créditos de corto plazo y los créditos de enlace autorizados por el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, el Banco de Pagos Internacionales, etc.

b/ En algunos casos se incorporan vencimientos ya reprogramados en 1982-1983.

c/ El acuerdo nunca fue firmado y los vencimientos se incluyeron en el acuerdo de 1984-1985.

d/ Los valores corresponden a 1985 y 1986 respectivamente. Incluyen 150 millones de dólares avalados por el Banco Mundial.

e/ Obligaciones del sector privado.

Cuadro 18

AMERICA LATINA Y EL CARIBE (13 PAISES): CONDICIONES DE LA REPROGRAMACION  
DE LA DEUDA EXTERNA CON LA BANCA PRIVADA: 1982/1985 a/

	<u>Primera ronda 1982/1983</u>			<u>Segunda ronda 1983/1984</u>			<u>Tercera ronda 1984/1985</u>		
	Margen sobre la LIBOR (%)	Plazo	Comi- sio- nes <u>a/</u>	Margen sobre la LIBOR (%)	Plazo	Comi- sio- nes <u>a/</u>	Margen sobre la LIBOR (%)	Plazo	Comi- sio- nes <u>a/</u>
Argentina	2.16 <sup>b/</sup>	6.8 <sup>b/</sup>	1.25 <sup>b/</sup>	-	-	-	1.44	11.5	0.15
Brasil	2.32	8.0	1.50	2.00	9.0	1.00	-	-	-
Costa Rica	2.25	8.0	1.00	-	-	-	1.66	9.4	1.00
Cuba	2.25	7.0	1.25	1.88	9.0	0.88	1.50	10.0	0.38
Chile	2.16	7.0	1.25	1.75	9.0	0.63	1.42	12.0	0.08
Ecuador	2.28	6.7	1.25	1.75	9.0	0.88	1.39	11.9	-
Honduras	2.38	7.0	1.38	-	-	-	1.58	11.0	0.88
México	1.95	7.6	1.05	1.50	10.0	0.63	1.13	14.0	-
Panamá	2.25	6.0	1.50	-	-	-	1.40	11.7	0.05
Perú	2.25	8.0	1.25	1.75 <sup>c/</sup>	9.0 <sup>c/</sup>	0.75 <sup>c/</sup>	-	-	-
República									
Dominicana	2.25 <sup>b/</sup>	6.0 <sup>b/</sup>	1.25 <sup>b/</sup>	-	-	-	1.38	13.0	-
Uruguay	2.25	6.0	1.41	-	-	-	1.38	12.0	-
Venezuela	-	-	-	-	-	-	1.13	12.5	-

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales de los países y de fuentes nacionales e internacionales.

a/ Calculadas como porcentaje del monto total de la transacción y pagadas una sola vez al firmar los contratos crediticios. Cada columna representa las condiciones acordadas con la banca para los vencimientos reprogramados y/o los créditos nuevos. Cuando el país negoció tanto una reprogramación de vencimientos como el otorgamiento de recursos frescos, la cifra representa un promedio ponderado de los dos elementos.

b/ Este acuerdo nunca entró en vigencia. Los vencimientos correspondientes finalmente fueron incorporados en el convenio que formó parte de la tercera ronda de negociaciones.

c/ Este convenio no se ha finiquitado.



1. Limitaciones del servicio de la deuda según la capacidad de pago del deudor

Diversas propuestas abordan el problema de la deuda desde este ángulo. Las más importantes son la descrita en el Comunicado de Oaxtepec y aquélla puesta en práctica por el Gobierno del Perú.

El Comunicado de Oaxtepec propone, sobre la base del principio de "crecer para pagar", que deberían fijarse reglas para compartir riesgos entre acreedores y deudores, estableciendo para las transferencias netas de los países deudores un tope máximo que asegure un mínimo de crecimiento del producto en dichos países. Este procedimiento permitiría poner a la economía a salvo de los efectos de ajustes drásticos en su relación de precios del intercambio, de caídas súbitas del valor de sus exportaciones y de dificultades de acceso a los mercados debido a imprevistas barreras de tipo proteccionista.<sup>15/</sup>

La política adoptada por el Gobierno del Perú consiste en definir un criterio de capacidad de pago como porcentaje de las exportaciones. En el caso específico de dicho país el porcentaje se fijó en un 10%, y se excluyeron del límite los pagos a instituciones que otorguen al país financiamiento neto adicional por encima de la obligación de pago.

Dentro de esta misma categoría general caben otros dos tipos de propuestas: las que sugieren transformar títulos sobre la deuda en títulos sobre capital productivo, y las que proponen convertir parte de la deuda externa en moneda local. Las primeras consisten en la conversión de deuda en acciones y otros títulos sobre el capital de las empresas del país deudor; con ello los pagos de intereses se transformarían en remesas de utilidades ligadas exclusivamente a las ganancias reales de las empresas, mientras que los pagos por amortizaciones desaparecerían como tales y se convertirían en remesas de capital. Dadas las magnitudes en juego, una aplicación relativamente amplia de este tipo de propuestas significaría un cambio sustancial en la propiedad en los países deudores. Consecuencias similares podría tener la conversión a moneda local de parte importante de la deuda, la que también produciría efectos sobre la cuenta comercial del balance de pagos, ya que probablemente la moneda local se orientaría a la adquisición de títulos de capital y de bienes transables internacionalmente.

2. Reducción del capital de la deuda

Se han planteado diversas soluciones basadas en una reducción del capital de la deuda, que lograrían disminuir el peso de servirla aun cuando las tasas de interés no se redujesen. La base analítica de las propuestas de reducción de capital radica en que, mientras mayor sea la demora de la recuperación de la relación de precios del intercambio y de la reducción de las tasas de interés, mayor es la transformación del problema de "liquidez" para el pago de la deuda en un problema de "solvencia"; de acuerdo con el principio de co-responsabilidad en la generación de la deuda, los acreedores externos deberían así asumir alguna parte de la correspondiente pérdida de capital.

Entre las propuestas se cuentan la conversión parcial o total de deuda externa pendiente en otros activos, financieros o reales, mediante mecanismos de mercado, una gestión pública multilateral o acciones unilaterales. Esta conversión se haría a un valor inferior al valor nominal de la deuda.

Un mecanismo que se ha propuesto es fomentar el establecimiento de un mercado secundario donde los bancos puedan transar sus títulos sobre la deuda. Las transacciones de bonos, que componían la mayor parte de la deuda de la época se utilizaron ampliamente durante la gran depresión de los años treinta. En la actualidad, este método se ha aplicado sobre todo en el caso de los bancos acreedores más pequeños, y constituiría un alivio para los países deudores sólo en la medida que sean ellos quienes recuperen sus títulos de deuda a valores inferiores a los del mercado.

Otra serie de propuestas sugiere el traspaso de títulos bancarios a un organismo multilateral que los cambiaría por bonos de mayor plazo y a un valor inferior al de los títulos actuales.

### 3. Reducción en las tasas de interés

Las propuestas que se basan en una disminución directa del capital de la deuda tendrían dentro de las normas operativas actuales, un efecto inmediato sobre la solidez de las instituciones acreedoras. Esta fue, por ejemplo, una consecuencia de los acontecimientos ocurridos durante la gran crisis mundial de los años treinta. Aquellas propuestas que apuntan a una reducción en las tasas de interés son financieramente equivalentes a las de la reducción del capital, pero su efecto sobre las instituciones acreedoras se puede distribuir en un período prolongado, en la medida en que éstas no estén obligadas por las normas existentes a reflejar todo el efecto en una caída del valor capital de sus acreencias.

Hay un tipo de propuestas que, aunque limitado en su alcance, permitiría reducir las tasas de interés que se cobran a los deudores sin afectar negativamente a los acreedores. Este tipo de propuesta se basa en la concesión de una garantía oficial multilateral a la deuda externa, garantía que permitiría a los bancos reducir el cobro de intereses a cambio de la mayor seguridad obtenida en su cartera.

Otras propuestas apuntan más directamente a una reducción de las tasas de interés, aun cuando ella afecte a las instituciones acreedoras, sobre la base de aplicar en el caso de la deuda externa mecanismos similares a los que se aplican cuando un banco acreedor debe negociar con una empresa deudora en dificultades de pago.

Un tercer tipo de propuestas se relaciona con el establecimiento de un servicio de financiamiento especial, o una ampliación de algún servicio existente, con el objeto de financiar aumentos de la tasa de interés cuando éstos excedan sus promedios históricos; dicho financiamiento se otorgaría a una tasa más baja que la del mercado. Como los países deudores podrían cubrir el pago de intereses caros con fondos más baratos, de hecho disminuiría el peso de la deuda.

Un mecanismo similar consistiría en la capitalización automática de intereses por encima de ciertos límites de tasa. La capitalización también aliviaría el peso de la deuda en la medida en que los intereses capitalizados no generaran a su vez intereses a la tasa de mercado. Si lo hicieran, sería solamente una forma de posponer el problema, aunque permitiría distribuir mejor entre los acreedores la carga financiera de la postergación de pago y evitaría reiteradas negociaciones. Las propuestas de capitalización de intereses pueden ser objetadas en los Estados Unidos por ser incompatibles con normas vigentes en ese país; no sucede lo mismo en varios países europeos, en los cuales el uso de este mecanismo es relativamente frecuente.

La capitalización de intereses es equivalente a la utilización de instrumentos de vencimiento variable, los que se emplean en diversos países para préstamos hipotecarios. Mediante estos instrumentos es posible utilizar tasas de interés variables pero mantener un pago de servicios constante, modificándose el número de períodos durante los cuales debe pagarse el servicio de la deuda. Al subir las tasas, los compromisos de pagos de intereses del deudor se elevan, pero el incremento es compensado por menores pagos de amortización del capital, transfiriéndose la diferencia hacia el futuro. Así, los mayores pagos de interés se absorben a través de amortizaciones más lentas del capital mientras que las caídas en las tasas de interés aceleran el pago del capital. Este tipo de instrumento es de aplicación muy limitada cuando se trata de reestructurar la deuda externa vigente; la reestructuración suele dejar muy poco margen a la amortización del capital como mecanismo amortiguador, ya que todos los vencimientos se reprograman hacia el futuro. Sin embargo, podría ser atractiva para futuros préstamos nuevos cuyo tratamiento se diferenciase de los préstamos existentes en la actualidad.

Cuando las tasas exceden los promedios históricos, las fórmulas de capitalización de intereses tienen una ventaja adicional: contribuyen, al igual que los servicios de financiamiento creados al efecto, a amortiguar las consecuencias sobre los países deudores de los cambios en las tasas de interés internacionales. Como éstos se han constituido en una fuente de impactos externos de gran importancia sobre los países deudores, es clara la conveniencia de introducir en el sistema económico internacional ciertos elementos de amortiguación. Con ello se lograría a la vez mantener una razonable libertad de política económica de los países industriales y evitar que ésta afecte negativamente a los países en desarrollo.

### C. LA PROPUESTA BAKER

El Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Sr. James Baker, planteó, en la Asamblea de Gobernadores del Fondo Monetario y del Banco Mundial, realizada en Seúl, Corea, en octubre de 1985, una propuesta de solución al problema de la deuda de un grupo de países. Esta consiste en buscar los medios para lograr un crecimiento adicional de alrededor de 3% por año en la deuda acumulada durante tres años. El financiamiento provendría de la banca comercial internacional y de los bancos multilaterales de fomento, a

cambio de una condicionalidad incrementada en la utilización de estos recursos por parte de los deudores. Como las tasas de inflación vigentes, exceden el 3% la Propuesta Baker requeriría reducir el nivel real de la deuda, y permitiría financiar sólo alrededor de un tercio de los intereses que los países deudores deben pagar en la actualidad. El resto debería cubrirse con un saldo favorable de la cuenta comercial, lo que implicaría una sostenida transferencia de recursos reales desde los países deudores hacia los acreedores.

La propuesta también implica una generalización de la condicionalidad macroeconómica, que no está aún definida, a todas las fuentes de recursos financieros, lo que podría generar dificultades en la utilización de esos recursos y altos riesgos provenientes de la posibilidad de errores en la definición de los términos de la condicionalidad.

Sin embargo, la propuesta constituye el primer hecho nuevo importante en el manejo de la deuda por parte de los países acreedores. Ella reconoce la necesidad de acción consciente de los gobiernos de los países acreedores para buscar una solución al problema de la deuda dentro de un marco de crecimiento económico en los países deudores.

un retorno de las tasas de interés y una diferenciación de tratamiento entre la deuda  
los flujos de fondos y una diferenciación de tratamiento entre las condiciones de  
actual y la futura, la con el objeto de dar a las segundas condiciones de  
mercado y a la primera condiciones preferenciales, desde el punto de vista  
del deudor. Se propone como criterio un mantenimiento de los niveles  
reales de crédito de la banca comercial y un incremento anual de 20%  
de los recursos canalizados hacia la región por parte de los organismos  
multilaterales de fomento. Se sugiere además ampliar la facultades de  
financiamiento Compensatorio en el Fondo Monetario Internacional, de modo  
de cubrir los efectos de factores exógenos tales como el deterioro de la  
relación de precios del intercambio y la permanencia de las altas tasas de  
interés. Se establece la necesidad de evitar disposiciones de  
condicionalidad que obliguen a ajustar la economía a las condiciones  
externas de desequilibrio preexistentes en la actualidad. Al mismo  
tiempo se señala la estrecha relación entre el financiamiento y el comercio  
y la necesidad de que cesen las medidas proteccionistas que obstaculizan el  
acceso de los países deudores a los principales mercados mundiales.  
También la propuesta incluye la necesidad de establecer un máximo de  
transferencias netas de recursos vinculadas a una parte mínima de  
crecimiento del producto e incluye la posibilidad de establecer límites al  
servicio de la deuda en relación con los ingresos por exportación. Señala  
finalmente que la región podría verse asociada, a menos que se adopte el  
conjunto de medidas propuestas, a una situación de gravedad extrema que la  
obligaría necesariamente a limitar sus transferencias netas de recursos  
para evitar una mayor inestabilidad social y política que podría revertir  
el proceso de consolidación democrática. El programa sup-estabilizador  
señala que, con esta política económica restrictiva, el desarrollo  
económico en este campo, la aplicación del servicio de Finanzas  
Internacionales para una propuesta apropiada, cuando una  
de ellas no está totalmente limitada. Podría complementarse con otras  
de carácter transitorio, entre ellas una capitalización automática  
de las tasas de interés cuando sus valores excedan los valores  
históricos.

## V. EL CONSENSO DE CARTAGENA

Un grupo de once países latinoamericanos, que incluye a todos los principales deudores de la región, ha comenzado a explorar en conjunto el problema de la deuda externa y a buscar ciertas bases comunes para una solución que, en lo posible, no implique alteración en los mercados financieros mundiales. Estos países (Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela) se reúnen regularmente tanto a nivel técnico como a nivel de cancilleres y responsables de la política económica, con el apoyo de una secretaría pro-tempore, para buscar posiciones comunes y caminos de diálogo con los países e instituciones acreedoras. La posición de este conjunto de países ha ido evolucionando gradualmente hacia planteamientos cada vez más específicos que tienden a buscar una conciliación entre los objetivos de crecimiento económico y las transferencias de recursos reales y financieros.

Los países del Consenso han hecho una Propuesta de Emergencia para las negociaciones sobre deuda y crecimiento. Esto consiste especialmente en un retorno de las tasas de interés a sus niveles históricos, un aumento en los flujos de fondos y una diferenciación de tratamiento entre la deuda actual y la futura, con el objeto de dar a la segunda condiciones de mercado y a la primera condiciones preferenciales, desde el punto de vista del deudor. Se propone como criterio un mantenimiento de los niveles reales de crédito de la banca comercial y un incremento neto anual de 20% de los recursos canalizados hacia la región por parte de los organismos multilaterales de fomento. Se sugiere además ampliar la Facilidades de Financiamiento Compensatorio en el Fondo Monetario Internacional, de modo de cubrir los efectos de factores exógenos tales como el deterioro de la relación de precios del intercambio y la permanencia de las altas tasas de interés. Se establece la necesidad de evitar disposiciones de condicionalidad que obliguen a ajustar la economía a las condiciones externas de desequilibrio prevalecientes en la actualidad. Al mismo tiempo se señala la estrecha relación entre el financiamiento y el comercio y la necesidad de que cesen las medidas proteccionistas que obstaculizan el acceso de los países deudores a los principales mercados mundiales. También la propuesta incluye la necesidad de establecer un máximo de transferencias netas de recursos vinculadas a una meta mínima de crecimiento del producto e incluye la posibilidad de establecer límites al servicio de la deuda en relación con los ingresos por exportación. Señala finalmente que la región podría verse abocada, a menos que se adopte el conjunto de medidas propuestas, a una situación de gravedad extrema que la obligaría necesariamente a limitar sus transferencias netas de recursos para evitar una mayor inestabilidad social y política que podría revertir los procesos de consolidación democrática.16/

## VI. CONCLUSIONES

La deuda externa de los países de la región creció tanto por razones externas (rápida expansión de los mercados financieros privados, bajas tasas de interés internacionales) como debido al efecto de políticas económicas internas. La deuda externa se convirtió en un problema a partir de 1981, e hizo crisis en 1982, debido al brusco aumento de las tasas de interés internacionales, la paralización del crecimiento mundial, y el fuerte deterioro de la relación de precios del intercambio. Por tanto, en el problema de la deuda tienen responsabilidad tanto los países deudores como los países e instituciones acreedores y los organismos multilaterales.

En la consideración de opciones de solución al problema, es decisiva la visión que se tenga de las perspectivas de la economía mundial y de los efectos de ésta sobre los países deudores. Las opciones de solución pueden clasificarse en dos grandes grupos: las soluciones de tipo "natural" o "espontáneo" y las que implican la necesidad de actuar directamente para aliviar el peso del servicio de la deuda.

Un crecimiento dinámico de la economía mundial que logre incrementar el comercio, reducir el proteccionismo, mejorar rápidamente la relación de precios del intercambio, y reducir las tasas de interés internacionales, haría razonable la adopción de medidas cuyo principal objetivo sea postergar el problema y ganar tiempo hasta que éste se resuelva solo. Un escenario de esta naturaleza justifica las medidas destinadas a aumentar la liquidez de los deudores, postergando pagos de capital y refinanciando, o capitalizando, a tasas de interés de mercado, una proporción significativa de los intereses.

Por el contrario, si se teme un crecimiento lento de la economía mundial por un período de varios años, las medidas de espera serían no sólo insuficientes sino incluso contraproducentes, ya que sólo contribuirían a agravar el problema mismo. De acuerdo a la experiencia reciente, y tomando en cuenta las proyecciones de la economía mundial realizadas por los principales organismos internacionales, el escenario de la economía mundial débil aparece claramente como el más probable, a falta de una acción decidida de los países industriales. Por ello, la búsqueda de soluciones al problema de la deuda debería incluir medidas que alivien su peso para el deudor.

La experiencia reciente ha puesto también de manifiesto la necesidad de introducir en el sistema monetario internacional ciertos elementos estabilizadores que amortigüen los efectos negativos sobre los países en desarrollo de las políticas económicas adoptadas por los países industriales. En este campo, la ampliación del Servicio de Financiamiento Compensatorio del FMI parece una propuesta apropiada, aun cuando su magnitud sería seguramente limitada. Podría complementarse con otras de carácter transitorio, entre ellas una capitalización automática de intereses cuando las tasas de mercado excedan sus valores medios reales históricos.

Podría ocurrir también que la situación de la economía mundial no sea tan clara como para permitir una definición entre opciones. En tal caso, es de interés para los países deudores promover aquellas soluciones que se acerquen más a asegurar una salida pronta del problema, manteniendo la normalidad del sistema financiero internacional. Por ello, probablemente la aplicación simultánea de diversas propuestas, entre ellas el reconocimiento de ciertas pérdidas por parte de los acreedores, la reducción de los pagos por intereses, el financiamiento adicional y la conversión limitada de deuda en capital, así como un mayor flujo de inversión externa directa, formaría un conjunto coordinado de medidas que cumpliría con ese objetivo. También en este caso la introducción de mecanismos estabilizadores en la economía mundial es altamente recomendable.

Cualesquiera que sean las soluciones que finalmente se adopten, su factibilidad política estará relacionada con el grado de sacrificio que deba recaer sobre deudores y acreedores. Los primeros han hecho un gran esfuerzo de ajuste en los últimos años; el deterioro persistente de las condiciones internacionales se ha encargado de anularlo parcialmente. La búsqueda de una mejor distribución de la carga, que signifique tasas de crecimiento sustancialmente más rápidas para los países deudores, está en el interés de todas las partes interesadas en el problema. Sin crecimiento no hay esperanza alguna de que se normalice el cumplimiento de las obligaciones externas. El crecimiento de los deudores los fortalecerá; con ello, la cartera de activos financieros internacionales de los acreedores podrá recuperar su valor.

La vulnerabilidad de los países de la región ante impactos externos, acentuada por el rápido crecimiento de la deuda en el período 1970/1981, ha puesto en evidencia la necesidad de buscar los medios, tanto a nivel internacional como interno, de amortiguar el efecto de tales impactos.

Entre estos medios han de contarse esfuerzos adicionales para incrementar el ahorro nacional y para retenerlo en la región, así como para asegurar el uso más eficiente posible de los recursos disponibles.

## Notas

- 1/ Massad, Carlos, "Movimientos de capitales en América Latina", Segunda Conferencia sobre América Latina y la economía mundial. Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, agosto de 1980.
- 2/ Las tasas internas de interés reflejarán tanto la inflación como la devaluación prevista.
- 3/ En la medida que la demanda de bienes no transables se expresa en moneda local, parte de los recursos en moneda extranjera que proceden del endeudamiento externo se convierten en moneda local, aumentando así las reservas internacionales.
- 4/ Massad, Carlos y Roberto Zahler, "Dos estudios sobre endeudamiento externo", Cuaderno de la CEPAL No. 19, Santiago, Chile, octubre 1977; C. Massad "El costo real de la deuda externa para el acreedor y para el deudor", Revista de la CEPAL No 19, E/CEPAL/G.1229 No. de venta: S.83.II.G.3, Santiago, Chile, abril 1983.
- 5/ Véase Zahler, Roberto y Mario Valdivia, "Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa", publicación mimeografiada, Proyecto CEPAL/PNUD RLA/77/021, octubre de 1985.
- 6/ Mohl A. y D. Sobol, "Currency Diversification and LDC Debt", Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Tercer Trimestre de 1983, vol.8, No. 3.
- 7/ Véase, por ejemplo, Guy Pfefferman, Long-Term Dynamics of Latin American Economies. Documento presentado en la conferencia sobre "Ajuste frente a impactos: una perspectiva Norte-Sur", Universidad de Bérghamo, Milán, Italia, 21-24 de noviembre 1984.
- 8/ Para un análisis detallado de la forma en que estos dos conjuntos de políticas contribuyen al proceso de ajuste, de los costos evitables e inevitables de éste y de sus relaciones con el financiamiento externo y la inflación, véase CEPAL, Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina, Cuaderno de la CEPAL No. 48, LC/G.1332, No. de venta: S.84.II.G.18, Santiago, Chile, diciembre 1984, pp. 95-102.
- 9/ Al respecto véase Richard Lynn Ground, "Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional", Revista de la CEPAL, No. 23, E/CEPAL/G.1311 No. de venta: S.84.II.G.4, agosto 1984, pp. 47-84.
- 10/ Véase CEPAL, Crisis y desarrollo: presente y futuro de América Latina y el Caribe, vol. II, LC/L.332(Sem.22/2)/Add.1, 24 de abril de 1985, cuadros 5 y 6.
- 11/ Se incluyeron 19 países. Se exceptúan las proyecciones financieras, que sólo abarcaron 18, pues se excluyó Panamá por el hecho de ser un centro financiero.
- 12/ Véase asimismo, Desarrollo económico: su evaluación y proyecciones, LC/L.367(CEG.11/13), Capítulo II.
- 13/ Véase, Servicios de Información de la CEPAL "Balance preliminar de la economía latinoamericana, 1985", No. 424/425, diciembre 1985.
- 14/ Véase C. Massad, "Debt: An Overview" en C. Massad (Ed.) The Debt Problem: Acute and Chronic Aspects, Journal of Development Planning No. 16, Naciones Unidas, ST/ESA/54, No. de Venta: E.85.II.A.12, 1985, pp. 1-22.
- 15/ Comunicado de Oaxtepec, "Eficiencia en el manejo de la deuda externa en América Latina", Oaxtepec, México, D.F., julio de 1985.
- 16/ Consenso de Cartagena, "Declaración de Montevideo", Montevideo, Uruguay, diciembre de 1985.