

Desarrollo y Sociedad Nos. 15 y 16 — Septiembre de 1984, Marzo de 1985 — CEDE, Uniandes

El Problema del Endeudamiento: 1980-1984 y más allá

Rudiger Dornbusch

Rudiger Dornbusch: Massachusetts Institute of Technology (MIT).

El Problema del Endeudamiento: 1980-1984 y más allá

Rudiger Dornbusch

Los problemas del endeudamiento externo, como las guerras, son eventos comunes dentro de una amplia perspectiva histórica. Ocurren cada 30 o 50 años y generalmente dentro de las mismas circunstancias. Y cuando ocurren enfrentan a acreedores y deudores dejando profundas huellas en la historia. La Alemania de Hitler o la política de sustitución de importaciones en América Latina fueron consecuencia de la última crisis mundial de endeudamiento. Actualmente Latinoamérica está nuevamente viviendo la crisis de endeudamiento y el debate enfrenta a aquéllos que buscan una acción dramática, aún incluyendo repudiación, y los que sugieren que el problema no es tan grave y puede resolverse con el tiempo, con ajustes y con una fuerte sobrefinanciación: "La Estrategia de Aguantar y Sobrevivir".

De hecho, la situación no ha cambiado mucho con respecto a la crisis de endeudamiento de los años 1930s: actualmente el Fondo Monetario Internacional (FMI) hace el papel del Comité de Finanzas de la Liga de Na-

ciones, el Comité Directivo del Banco reemplaza al Consejo de Defensa de Accionistas de Bancos Extranjeros y Bill Rhodes juega el papel de Sir Otto Niemeyer.

Sorprendentemente, la historia del endeudamiento no se recordó cuando se iniciaron los ostentosos préstamos de los años 1970s. Muy pocos se acordaron de la terrible reputación de los Estados Unidos en los mercados crediticios europeos, luego de los incumplimientos en los primeros años de la década de 1840 y que un historiador narró de la siguiente manera: "El London Times denunció indiscriminadamente a todos los americanos, y profetizó que el nombre americano no se recuperaría en menos de medio siglo del daño causado por el incumplimiento parcial o total de algunos estados en el pago de sus deudas"¹.

Pero acercándonos a nuestro tema, prácticamente todos los países lati-

¹ R. McCrane, *Foreign Bond Holders and American State Bonds*, Macmillan, 1933, p. 266.

noamericanos incumplieron el pago de sus deudas externas en los años 1920s y 1930s. Mirando atrás, la historia crediticia de Latinoamérica, Winkler escribiría en 1933: "La historia en Latinoamérica, ese territorio que se extiende hacia el sur del Río Grande y que hospeda alrededor de 110.000.000 de habitantes de diferentes razas y orígenes, está llena de instantes de incumplimientos gubernamentales. Los préstamos e incumplimientos que prosiguen a cada uno, se dan casi con perfecta regularidad. Cuando los pagos se reinician, el pasado se olvida fácilmente y una nueva orgía de préstamos tiene lugar. Este proceso se inició a comienzos del siglo pasado y ha continuado hasta el presente. No nos ha enseñado nada"².

Lo poco que en realidad nos ha enseñado se puede apreciar en la siguiente historia: en enero de 1983 algunos bancos se unieron para fundar "El Instituto de Finanzas Internacionales, S.A." para "mejorar el cumplimiento y la calidad de información disponible para prestamistas...". Aparentemente esta gente no sabía que en 1928 se había hecho exactamente lo mismo: fundar en la Universidad de Nueva York el "Instituto para Finanzas Internacionales" (Nótese, no era S.A.) con el mismo propósito.

Pero hay una diferencia crítica entre la experiencia del endeudamiento de hoy y el de los años 1930s. El servicio de la deuda de hoy continúa siendo respetado y la obligación de hacer esto posible ha sido colocada por el sistema financiero internacional, sobre los países deudores con la asesoría del FMI. En los años 1930s tenedores de bonos perdieron dinero y hubo un caos financiero. Actualmente, los recortes en los salarios reales en los países deudores, buscan asegurar un supe-

ravit comercial y los ingresos en dólares que se mantienen en las cuentas bancarias de los acreedores, evitando pérdidas para los accionistas. Uno podría argumentar (o aun creer) que esto es esencial para mantener el orden en el sistema financiero internacional, pero, por supuesto, lo anterior lleva a preguntarse para qué tipo de intereses trabaja el sistema. Para muchos de los que están pagando actualmente la cuenta de la deuda, los beneficios han sido pocos y no parece que vayan a mejorar en un futuro.

Hoy la solución del problema de la deuda se considera de tipo económico, como si no tuviera una dimensión dentro de la política internacional. Seguramente nadie duda de que aquellos países deudores que han caído bajo el hacha presupuestal, diferencian poco entre el FMI, los bancos de Nueva York o el gobierno de los Estados Unidos. Estaríamos equivocados si creyéramos que la política no está involucrada dentro de los costosos servicios producidos por la deuda. Esta dimensión es básica en la propuesta por un cambio de la estrategia de "aguante y sobrevivencia" que se sigue actualmente.

Lord Lever, el influyente estadista británico ha argumentado³: "No debemos intentar pretender que los préstamos puramente comerciales son los indicados para nuestros propósitos. Ello crea problemas, porque requiere intentos prematuros de lograr superávit en la balanza de pagos de los países deudores que no son compatibles con sus intereses políticos o los nuestros. Las recientes transferencias de recursos de los deudores han sido conseguidas a costo de la recesión económica y de un gran riesgo en la estabilidad política. Han sido pocas como para recuperar la confianza, pero lo suficiente-

² M. Winkler, *Foreign Bonds. An Autopsy*, R. Swain & Co., 1933, Reimpresa por Arno Press, 1976, p. 41.

³ Lord H. Lever, "Begin to Write Down World Debt", *Wall Street Journal*, June 7, 1984.

mente grandes como para producir serios daños a las economías de los países deudores y sus sociedades. No son ni deseables ni sostenibles”.

Este artículo ubica primero el problema del endeudamiento en términos de los hechos: ¿Quiénes son los deudores y acreedores, cuál es la magnitud de la deuda y de dónde proviene la deuda? Luego identificamos el “problema” del endeudamiento, y las dificultades encontradas en el servicio de la misma. Las partes 3 y 4 se refieren a la sorpresa de 1984 y a las perspectivas a mediano plazo para aliviar la crisis del endeudamiento.

I. Los Hechos

Comenzamos la discusión observando algunos datos para ilustrar dos puntos: primero, el problema de la deuda es fundamentalmente un problema latinoamericano y no es un problema de los países africanos o asiáticos que están en vía de desarrollo. Segundo, en cuanto a la contraparte, es un problema bancario y fundamentalmente un “gran problema bancario”.

El Cuadro No. 1 muestra los datos sobre las deudas de los países en desarrollo, tanto en pesos corrientes como en pesos constantes, y la relación deuda a exportaciones. Se evidencia que la deuda se incrementó para cada región, pero Latinoamérica (ver Hemisferio Occidental) sobresale por el gran aumento y el alto valor de la relación deuda a exportaciones. Esto ciertamente contrasta con Asia, donde la deuda es alta en términos absolutos, pero baja en relación con las exportaciones o el PIB.

En el Cuadro No. 2, se profundiza el análisis del endeudamiento en términos del servicio de la deuda (interés más amortización) y pagos de intereses en relación con las exportaciones y el PIB. Estos son algunos de los indicadores de la carga de la deuda. Es claro que América Latina tiene aumentos marcadamente más grandes en la carga de la deuda y una mayor carga absoluta. Hay dos razones: en primer lugar, la deuda representa una mayor cantidad de exportaciones o de PIB. En segundo lugar, América Latina paga tasas de interés más altas que los pres-

CUADRO No. 1
UN RESUMEN DE LAS DEUDAS DE LOS PAISES MENOS
DESARROLLADOS

(Mil Millones de US\$)

	1973	1977	1980	1984
Países en vía de desarrollo no petroleros				
En dólares corrientes	130.1	280.3	475.2	710.9
En dólares de 1980	290.1	413.4	475.2	768.5
Deuda a largo y corto plazo exportaciones por región				
Africa (excluyendo Sudáfrica)	*	30.8	50.9	70.7
Asia	30.0	68.7	114.6	179.3
Europa	14.5	37.6	67.2	76.6
Medio Oriente	8.7	21.9	36.3	56.2
Hemisferio Occidental	44.4	109.1	192.6	310.5

* Dato no disponible

Fuente: FMI

CUADRO No. 2

LA CARGA DE LA DEUDA

	Países de bajos ingresos		Prestamistas Mayores		Hemisferio Occidental	
	1977	1983	1977	1983	1977	1983
Servicio de la Deuda						
% de las Exportaciones	12.1	13.3	19.1	29.9	29.2	44.0
% del PIB	1.0	0.7	3.4	6.5	3.9	8.4
Pago de Intereses						
% de las Exportaciones	4.7	5.4	7.2	18.6	10.0	32.2
% del PIB	0.4	0.5	1.3	4.1	1.4	6.1

Fuente: FMI y OCDE

tatarios africanos o asiáticos, puesto que sólo una pequeña parte de la deuda es oficial, tiene tasas de interés fijas y bajas. La mayor parte de la deuda latinoamericana es bancaria, con el servicio atado a la tasa Libor más cierto porcentaje ("spread"). Por ejemplo, en 1983 la tasa de interés efectiva pagada por los prestatarios latinoamericanos fue de 10.8%, mientras que para países de bajos ingresos, cuya deuda fue adquirida con prestatarios oficiales en vez de bancos, fue de 3.7%.

Es importante reconocer la diferencia entre la carga de la deuda de América Latina y la de los países pobres. Es esta diferencia la que conduce a

plantear que el problema actual de la deuda es un problema de los mayores prestamistas, y particularmente, de los países latinoamericanos con ingresos medios altos. No es un problema de la mayoría de los países en desarrollo, y mucho menos de los países pobres.

El segundo punto que hay que destacar es que, por el lado de los prestatarios, el problema es de los grandes bancos. El Cuadro No. 3 muestra la deuda latinoamericana y la parte de ésta que se debe a los bancos, y particularmente a los bancos estadounidenses. Para el sistema bancario de los Estados Unidos, como un todo, es de recalcar, que la deuda latinoamericana

CUADRO No. 3

LA DEUDA LATINOAMERICANA
(Mil millones de US\$)
Junio, 1983

	Deuda Total	Deuda a Bancos	
		Todos los Bancos	Bancos de los EE.UU.
Argentina	37.5	25.5	11.2
Brasil	89.5	62.8	23.3
Chile	18.0	10.9	5.2
México	85.6	65.5	32.3
Venezuela	31.9	26.8	10.8
Total	263.3	191.5	82.8

Fuente: Bank for International Settlements, Morgan Guaranty y la Junta Directiva de la Reserva Federal.

no representa ningún problema especial, debido a que ésta representa únicamente un poco menos del 5% de los ingresos totales. Pero el problema se agudiza para los grandes bancos donde estas deudas representan más del 200% del capital. En efecto, los 9 principales bancos son acreedores de más de la mitad de las deudas y menos de 25 bancos han facilitado el 80% de los préstamos. Así, el problema de la deuda es en gran medida un problema bancario⁴.

Analizaremos ahora las causas de la acumulación de la deuda. Es importante enfatizar que hay dos causas principales. Una es el comportamiento muy pobre de la política macroeconómica doméstica entre 1979-1982, prácticamente en todos los países latinoamericanos: la decisión de Pinochet de mantener una tasa de cambio fija a pesar de la continua inflación y el uso de la indización, la tablita de Martínez de la Hoz, que desembocó en una sobrevaluación gigantesca y la fuga de capitales; el despilfarro de los ingresos petroleros de López Portillo, y el mal manejo del crecimiento, la inflación y la balanza externa de Delfín Neto.

Las historias no son las mismas, pero tienen elementos en común: excesivo

deficit presupuestal, sobrevaluación de la tasa de cambio, fuga de capitales y falta de ajustes económicos de acuerdo con los cambios de precios en el mundo.

El Cuadro No. 4 muestra, como ejemplo, el caso mexicano. El déficit presupuestal en 1981-82, al término de la administración López Portillo, había crecido sustancialmente. Al mismo tiempo se presenta una sobrevaluación del tipo de cambio. Como resultado, la fuga de capital se realiza en gran escala y la cuenta corriente se deteriora bajo el impacto de las más altas importaciones en la historia. El gasto excesivo y la exportación de capital se financian con préstamos a bancos extranjeros para poder mantener la tasa de cambio. Como consecuencia, la deuda externa *bruta* aumenta en más del 100% entre 1979 y 1982.

Hay diferencias entre los países en el papel relativo de la fuga de capitales y del déficit comercial: en Argentina, la fuga de capital fue la contraparte predominante al incremento de la deuda externa bruta. Esto tiene la curiosa implicación que la posición de la deuda externa argentina es difícil cuando uno mira únicamente la deuda del go-

CUADRO No. 4

INDICADORES MACROECONOMICOS MEXICANOS

	1978	1979	1980	1981	1982
Déficit Presupuestal (% del PIB)	5.5	6.0	6.9	13.6	16.3
Tasa Real de Cambio (Índice 1980=100)	117.0	113.5	100.0	90.6	137.9
Deuda Externa (Mil millones de US\$)	34.0	40.4	52.5	78.9	84.6

Fuente: Informe Hacendario Mensual, noviembre de 1983, FMI y Morgan Guaranty.

Ver H. S. Terrel, "Bank Lending to Developing Countries", *Federal Reserve Bulletin*, octubre de 1984.

bierno, olvidándose de los cuantiosos depósitos privados, seguridades y finca raíz de ciudadanos argentinos en el exterior. Lo mismo se aplica a Venezuela o a México donde los depósitos privados en dólares en los bancos norteamericanos se incrementaron entre 1980 y 1982, en aproximadamente \$4 mil millones de dólares, sin tener en cuenta ninguna otra forma de fuga de capital. En contraste, en Chile y Brasil, la fuga de capital fue de menor importancia y el déficit comercial jugó el papel principal. En Chile, por ejemplo, el déficit comercial de 1981 fue casi que tres veces mayor al de cualquiera de los déficits durante los últimos 30 años, presentándose un aumento del doble en los niveles anteriores de importaciones de bienes de consumo durable.

La otra fuente de acumulación de la deuda es el shock externo de 1980-82, por la forma de apreciación del dólar, el gran incremento en las tasas reales de interés, la reducción en los precios reales de los bienes primarios y la reducida demanda por las exportaciones manufacturadas. Este deterioro en el comercio mundial y en el ambiente macroeconómico es, por supuesto, debido a la estabilización de la inflación en los Estados Unidos y la subsecuente y continua mezcla de política monetaria restrictiva y política fiscal demasiado expansiva que se ha mantenido. Este shock ha sido particularmente malo para América Latina porque las deudas son grandes y por lo tanto las cuentas por intereses han au-

mentado en forma significativa. El efecto es peor si se tiene en cuenta que las tasas de interés no son fijas, sino que están flotando constantemente.

El Cuadro No. 5 indica los problemas macroeconómicos de la economía mundial en los últimos años de la década de 1970. Se comparan los sucesos de estos años con los episodios de los primeros años de la década de 1970 que fue un período de liquidación de la deuda, como consecuencia de un auge mundial. En los últimos años de la década de 1970, las tasas reales de interés fueron altas, el crecimiento se estancó en el centro y la apreciación del dólar aumentó la carga real del servicio de la deuda.

¿Hasta qué punto el problema de la deuda se debe al shock macroeconómico y hasta qué punto se debe a las políticas domésticas? Una forma de responder a esta pregunta es observando el deterioro de los deudores en la relación deuda a exportaciones y midiendo el papel relativo en este deterioro de los tres siguientes factores:

- Déficits en las cuentas corrientes excluyendo el pago de intereses.
- Tasas de interés (incluyendo comisiones y "spreads") en el mercado mundial de capitales, y
- Crecimiento en los ingresos por exportaciones.

CUADRO No. 5

DOS EPISODIOS DE LA ECONOMIA MUNDIAL

(Tasas de porcentaje promedio anual)

	Tasa básica en EE.UU. (prime rate)	Inflación en el comercio Mundial	Crecimiento de los países industriales	Depreciación del dólar
1970 - 1973	6.7	12.4	4.7	5.7
1979 - 1982	15.5	4.4	1.1	-8.7

La teoría de la dinámica de la deuda muestra que la relación deuda a exportaciones aumenta a través del tiempo, si el país tiene un déficit en la cuenta corriente, excluyendo el pago de intereses, o si la tasa de interés efectiva es mayor que la tasa de crecimiento de los ingresos por exportaciones⁵. Si la tasa de interés excede la tasa de crecimiento de los ingresos por exportaciones, los préstamos obtenidos para financiar el pago de intereses hacen que la deuda crezca más rápidamente que los ingresos por exportaciones. De esta manera, la relación deuda a exportaciones crece a través del tiempo. Períodos de altas tasas de interés y de contracción del comercio mundial serían entonces los casos en los cuales los shocks externos causan crisis en la deuda.

Hay un método sencillo consistente en construir un ejercicio de simulación, para evaluar la importancia del shock externo⁶. Supongamos que durante los años 1970s un país deudor típico haya logrado balancear su cuenta corriente, excepto para el pago de intereses, y que éstos fueran cubiertos con préstamos a la tasa de interés PRIME. Supongamos además, que durante el mismo período los ingresos por exportaciones se hubieran incrementado a una tasa igual a la de los países menos desarrollados no petroleros. En este escenario imaginario se puede demostrar que la actual relación deuda a exportaciones habría disminuido substancialmente a un nivel inferior al de los primeros años de los 1970s. La liquidación de la deuda ocurrida en los primeros años de los 1970s debida a tasas reales de interés negativas ha-

bían más que compensado los shocks de los últimos años de los 1970s. Sin embargo, la relación deuda a exportaciones de América Latina se incrementó agudamente. Esto implica que las cuentas corrientes (excluyendo intereses) y las fugas de capitales son aspectos importantes de la crisis de endeudamiento. Este reconocimiento es importante porque tiene impacto sobre las políticas que son aceptables para el alivio del problema, desde el punto de vista de los contribuyentes de los países del centro.

II. El problema del endeudamiento

Al evaluar los problemas del endeudamiento es importante preguntarse si nos estamos refiriendo a problemas de liquidez, solvencia o equidad. Los problemas de liquidez involucran una incapacidad para pagar el servicio y amortización de la deuda en el momento establecido inicialmente y en los montos contratados originalmente. No hay duda de que existe un problema de liquidez. Los problemas de equidad involucran el interrogante de en qué forma la carga de los grandes e inesperados incrementos en los costos del servicio de la deuda deberían ser distribuidos entre acreedores y deudores. Finalmente, la solvencia involucra la pregunta de si el valor de las obligaciones de los países excede la capacidad de pago en *cualquier* momento. Sin embargo, la capacidad de pago es en gran medida un asunto político, que implica en qué medida pueden ser disminuidas la actividad económica y los niveles de vida, para generar los ingresos en divisas con los cuales se puede pagar el servicio de la deuda externa.

La actual estrategia de "aguantar y sobrevivir" se está volviendo muy dudosa, a medida que la transferencia masiva de recurso de deudores a acreedores se hace al costo de una profunda recesión en los países que hacen el ajuste. Hay una gran discusión de si la

⁵ Ver M.H. Simonsen, "The Developing Country Debt Problem", en G. Smith y J. Cuddington (eds). *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, Washington, por salir.

⁶ Para los cálculos detallados ver R. Dornbusch y S. Fischer, "The World Debt Problem" en *Journal of Development Planning*, Vol. 16.

crisis de endeudamiento es una crisis de liquidez o un problema de solvencia. Pero la definición de solvencia para un país no es tan clara como en el caso de una sociedad anónima: dado el tamaño existente del endeudamiento, los niveles de vida se podrían reducir a niveles tan bajos que sería posible pagar el servicio y aun amortizar la deuda. El punto real es si los sistemas políticos pueden y deben aguantar la tensión resultante de este tipo de ajuste.

La principal dificultad actual del ajuste en América Latina, y la fuente del problema de la deuda, es que la región ha sido un importador *estructural* de capital. Los déficits en las cuentas corrientes, sin intereses, eran la contraparte, al menos hasta los últimos años de los 1970s, de una estrategia de desarrollo que utilizó los recursos externos para complementar el ahorro doméstico, y así financiar la inversión y el crecimiento. Dado que estos países eran importadores estructurales de capital, el esfuerzo para generar un superávit externo en forma *rápida* resultó muy costoso. En un país donde los déficits externos se deben a unos gastos transitorios, la corrección es fácil. Todo lo que se requiere es una suspensión del gasto excesivo y, sin ningún efecto sobre el empleo, las cuentas externas vuelven a su balanza. Pero, cuando el desarrollo se centra en el crecimiento del mercado doméstico, un rápido retorno al equilibrio externo se enfrenta con impedimentos estructurales de corto plazo que inevitablemente hacen que el desempleo sea la principal forma de generar el superávit.

Una segunda dificultad con respecto al servicio de la deuda es que gran parte del esfuerzo de ajuste recae sobre los trabajadores, cuyo salario real se reduce para alcanzar competitividad externa. Pero, en muchos casos, la acumulación de la deuda refleja prin-

cialmente beneficios recibidos no por los trabajadores, sino por la clase media alta que está involucrada en la fuga de capital o por la clase media que disfruta de excesivas importaciones. Así, en Argentina, Chile y México, el ajuste para pagar el servicio de la deuda involucra una gran inequidad. En Brasil, es menos obvio puesto que los déficits que generaron la deuda implicaron unas políticas de precios petroleros y una inversión del sector público, que también beneficiaron a la clase obrera.

El tercer punto es el interrogante sobre la solvencia a largo plazo. ¿Pueden los países latinoamericanos en el mediano y largo plazo pagar el servicio de la deuda como fue contratada y, al mismo tiempo, disfrutar del crecimiento en el ingreso per cápita, compensando las pérdidas de 1981-84? Esta es actualmente la pregunta central y está sin respuesta. En parte, esta capacidad depende de las políticas domésticas y la posibilidad de una movilización efectiva de recursos en las áreas de sustitución de importaciones y promoción de exportaciones. Pero claramente también depende del ambiente externo en el largo plazo. Si las tasas de interés reales mundiales retornan a niveles bajos, si el crecimiento del comercio mundial es fuerte y sostenido, y si el proteccionismo no es problema grande, entonces los problemas de la deuda se pueden resolver compartiendo, a corto plazo, algunas cargas.

No hay completa seguridad de que las tendencias de largo plazo sean favorables, pero tampoco hay que pensar que las perspectivas de los próximos 5-15 años sean fuertemente adversas. Por eso la pregunta de la solvencia en el largo plazo está en gran medida sin respuesta y es de poco interés. Hay dos asuntos más importantes: Uno es la creciente urgencia de ver los problemas del corto plazo causados por las altas tasas de interés y la fortaleza del dólar como problemas de

equidad. El segundo es el reconocimiento de que América Latina estará amortizando deudas durante la próxima década y más allá: en lugar de pedir prestada una cantidad que, en promedio, exceda el pago de intereses, América Latina tendrá que generar ingresos netos por exportaciones para pagar el servicio de la deuda y para cancelar la misma. Este es un resultado del hecho de que los bancos comerciales buscan reducir su exposición en términos reales y que no existe otra fuente de financiación para el desarrollo. Este es un cambio extraordinario para el sistema financiero internacional, que se mueve en contra del sentido común y de la teoría económica acertada. Esta implicación de largo plazo del problema de la deuda ha sido escondida por los aspectos cíclicos y financieros del corto plazo, pero merece más atención.

III. La sorpresa de 1984

Ya a comienzos de 1984, muchos observadores sintieron que la crisis de la deuda podría salirse de las manos. El manejo de la crisis había sostenido al sistema por algo más de un año, pero los desarrollos de la economía mundial y la aguda crisis económica en los países deudores parecían hacer inevitable el fracaso de la estrategia de "aguantar y sobrevivir". Es cierto que había optimistas, en particular William Cline, cuyas óptimas predicciones resultaron incompletas, pero en general, la norma era el escepticismo⁷. Por el momento, y probablemente para siempre, los escépticos resultaron estar bastante equivocados. Los países latinoamericanos convirtieron sus desequilibrios externos tan rápidamente en unos superávits, que pagaron una gran parte de los intereses de 1984 y, en forma aún más sorprendente, lo hicieron bajo condiciones de reactivación y estabilidad política. El año terminó

con un restablecimiento de la confianza y una renegociación de largo plazo del pago de las deudas mayores, con unas sobrecargas a las tasas de interés significativamente más bajas que las de los años anteriores. Vale la pena revisar estos desarrollos con más detalle.

En 1982, un racionamiento no anticipado del crédito indujo la crisis de la deuda. Los deudores habían llegado a esperar que pudieran rotar su deuda, cubriendo casi automáticamente con endeudamiento los pagos de amortización, de intereses y aún más. El fuerte aumento en las tasas de interés y la reducción en los ingresos por exportaciones llevaron a los países deudores a solicitar financiación por montos que no correspondían a lo que los bancos estaban dispuestos a tolerar. Apenas se volvió obvia la brecha de financiación, se aplicó casi inmediatamente un racionamiento general del crédito y los deudores y los bancos se distanciaron: los bancos no estaban dispuestos a dar préstamos, y los deudores no tenían capacidad de pagar. El sistema financiero internacional fue activamente amenazado por la posibilidad de que los prestatarios repudiaran, sencillamente, sus deudas, en la misma forma en que lo habían hecho en los años 1930s, provocando un caos en el sistema bancario que tenía una supervisión irresponsable y un capital inadecuado.

El FMI se dio a la tarea de salvar el sistema, organizando a los bancos en un cartel de prestamistas y dejando a los países deudores en posición para un atraco clásico⁸. El FMI triunfó ampliamente y llegó inmediatamente a ser considerado como un factor central y fundamental para el buen funcionamiento del sistema financiero internacional. No hay duda de que la

⁷ Ver W. Cline, *International Debt*. MIT Press, 1985.

⁸ Para un recuento de la participación del FMI en la solución del problema de la deuda, ver *IMF Survey* del 7 de enero y el 21 de enero de 1985.

estrategia protegió a los accionistas de la banca, en perjuicio de los países menos desarrollados. Sigue siendo de gran controversia si los deudores se beneficiaron netamente, en comparación con una situación de caos internacional. En forma parecida, continúa una controversia acerca de si el FMI debía haber transferido por lo menos parte de la carga sobre los bancos, forzándolos a aceptar algunas pérdidas.

Hay mucha discusión sobre la concesión involuntaria de préstamos. Los bancos desean vender parte de su portafolio de préstamos, porque las tasas de interés existentes no les recompensan suficientemente, teniendo en cuenta el riesgo a que están expuestos. De hecho, los bancos pueden estar pagando mayores costos de captación y como resultado, pueden experimentar una reducción en la tasa de beneficios en todos sus préstamos, como una externalidad de la contaminación de su portafolio por las deudas de los países menos desarrollados. En ese sentido, los bancos están pagando y están participando en el ajuste. Es claro que si Brasil pusiera en el mercado de hoy unos bonos por valor de 80 mil millones de dólares y utilizara los ingresos para pagar sus deudas bancarias, no podría conseguir todo el dinero a la tasa Libor más 1/8. Pero también es cierto que los préstamos siguen siendo rentables en el sentido de que pagan más de un uno por ciento por encima de la Libor.

De todas maneras, el proceso se desarrolló en un sistema de estricta condicionalidad al FMI, con una contrapartida de financiación bancaria de parte de la brecha de divisas. Los resultados fueron espectaculares desde la perspectiva de la balanza de pagos y fueron dramáticamente negativos en el frente doméstico. Los superávits comerciales de los países deudores superaron ampliamente lo esperado, y aun las metas establecidas, mientras que el

crecimiento económico fue dramáticamente negativo.

El gráfico No. 1 muestra el superávit comercial y los déficit de servicio de América Latina, donde estos últimos reflejan principalmente los pagos de intereses. El gráfico destaca el cambio tan grande en la balanza de déficit comercial de los años 70s: de un déficit hacia un gran superávit comercial. De 1982 a 1984 la balanza comercial de América Latina mejoró en más de 30 mil millones de dólares, cubriendo así una gran parte del déficit de servicios de 1984. El cuadro No. 6 muestra las implicaciones para el crecimiento per cápita. Mientras que el promedio del crecimiento de la década pasada fue por encima del 3%, ajustándose al crecimiento de la población; entre 1981 y 1984 el promedio fue de -3%. Dada la pobreza y la desigual distribución del ingreso en América Latina, esta recesión implicó un retroceso social significativo.

CUADRO No. 6

CRECIMIENTO REAL PER CAPITA
EN AMERICA LATINA

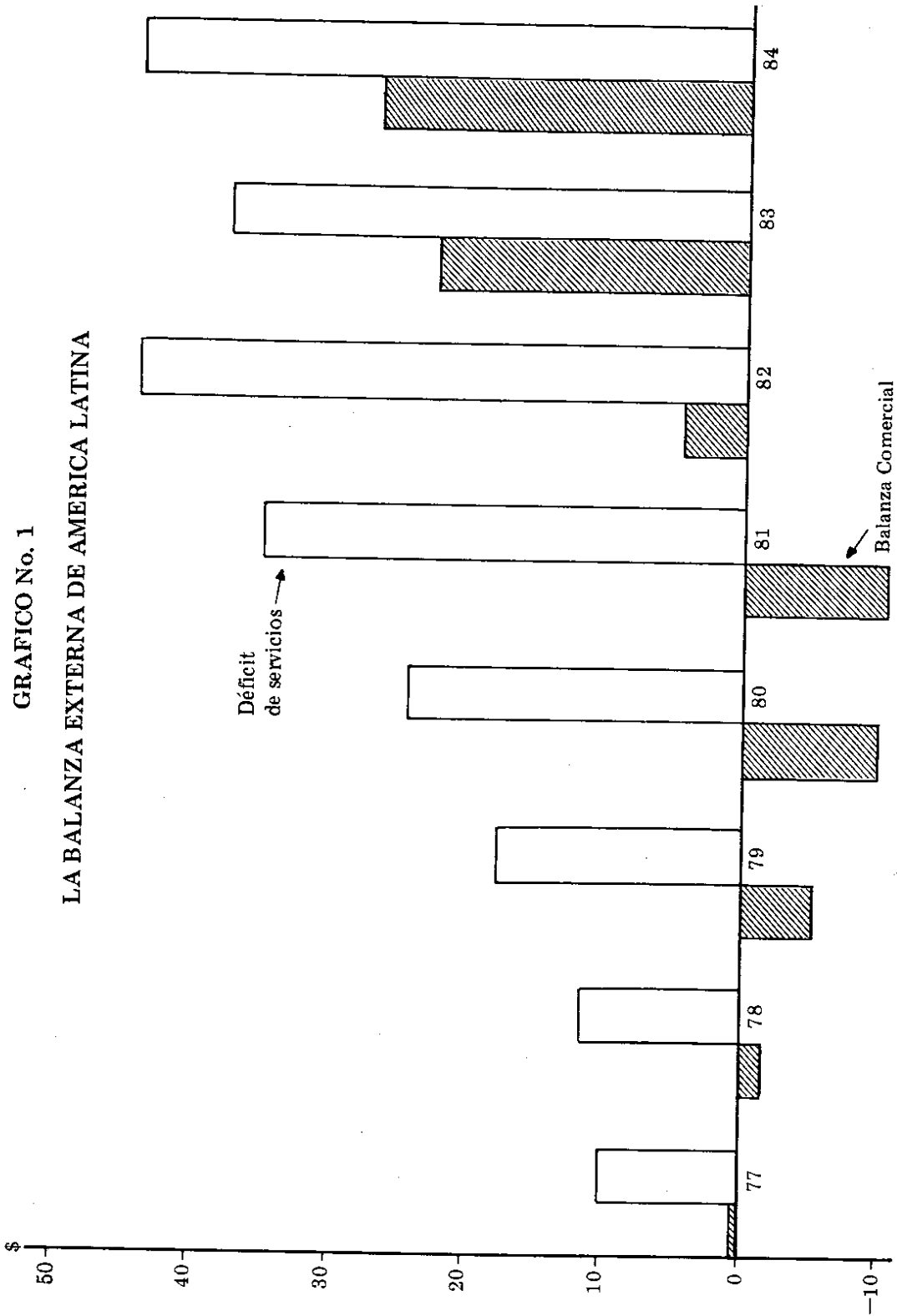
(Tasa promedio anual)

1967-76	1977-80	1981-84	1984
3.9	3.0	-3.0	0.2

Fuente: Cepal.

Gran parte del escepticismo de 1983-84 se debió a la balanza comercial: ¿cómo podrían los habituales gastadores de dólares convertirse rápidamente en unos ganadores de dólares? La sorpresa puede explicarse por los siguientes cuatro factores:

- a) Los países deudores tuvieron una severa recesión producida por políticas monetarias y fiscales restrictivas. La recesión redujo automática-



mente los gastos por importaciones y liberó los productos domésticos para su exportación.

- b) En el proceso de ajuste, los países deudores experimentaron una depreciación real considerable, que aumentó la competitividad externa. El aumento en la competitividad generó ingresos por exportaciones e hizo que las importaciones fueran menos competitivas.
- c) El extraordinario crecimiento del gasto en la economía estadounidense tuvo su impacto sobre las importaciones desde los países menos desarrollados y así redujo en parte la recesión de los deudores y reforzó el aumento de competitividad.
- d) Finalmente, la sustitución de importaciones en los países deudores, debido a mayores controles, la estrategia previa de inversión, la competitividad creciente y las decisiones administrativas, hicieron posible una gran reducción en las importaciones.

No es fácil asignarle un peso preciso a cada uno de los anteriores factores, pero es claramente importante reconocer la magnitud del impacto causado por el crecimiento de los Estados Unidos. Por ejemplo, en los doce meses de junio 1983 hasta junio 1984, el gasto estadounidense total en importaciones aumentó en un 33%. La mayor parte de esas importaciones provinieron de América Latina. Estos efectos cíclicos son bien conocidos y, en ese sentido, sorprenden únicamente por su magnitud.

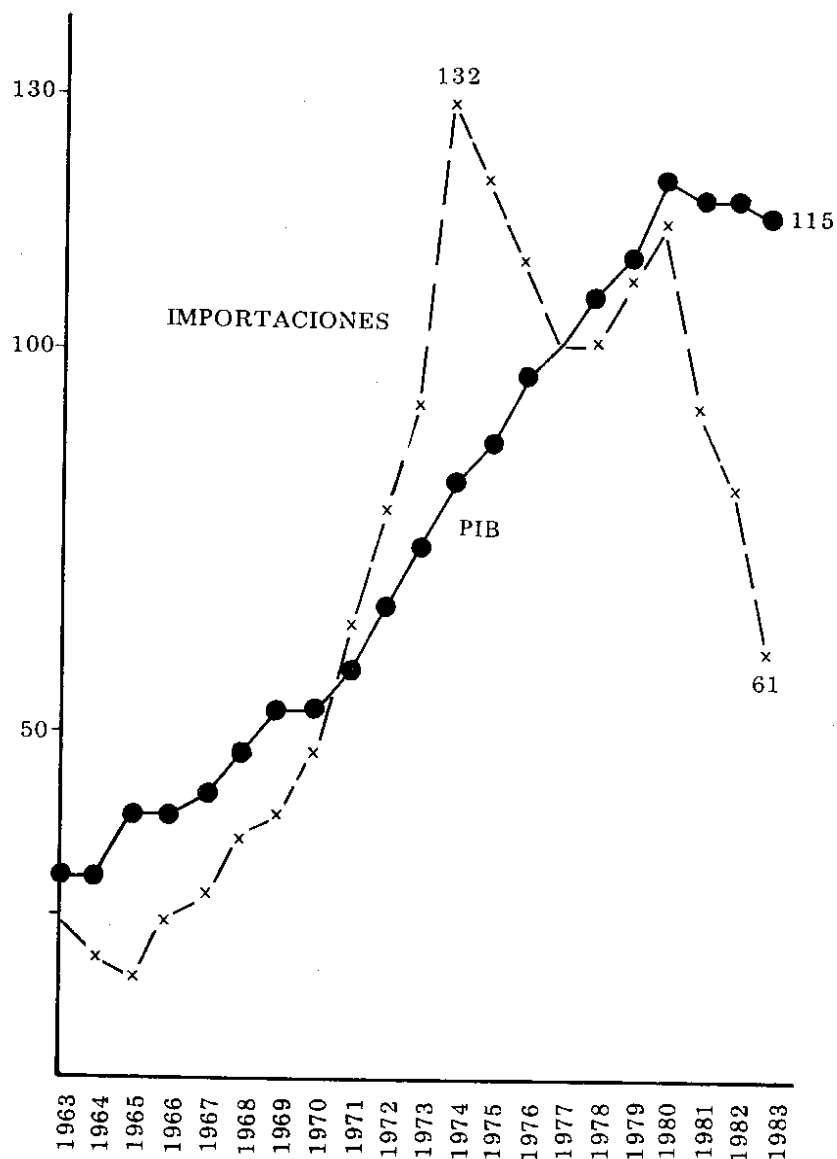
El evento inesperado es ciertamente la fuerte caída de las importaciones. El gráfico No. 2 muestra, como ejemplo, el volumen de importaciones no petroleras brasileñas. Desde 1980, el volumen de importaciones disminuyó en más de la mitad. Esta disminución re-

fleja en parte una caída en la inversión relacionada con la recesión y los recortes presupuestales en las empresas del sector público. Sin embargo, la mayor parte aparentemente es un reflejo del éxito en la sustitución de importaciones. Es interesante anotar que la experiencia brasileña no es en ninguna forma atípica. En efecto, toda América Latina ha experimentado una reducción dramática en el volumen de importaciones. Puede ser que, igual que en los años treinta, la sustitución de importaciones está nuevamente proveyendo una forma de protección para América Latina con respecto a los choques externos.

La sorpresa de 1984 no se completa sin una discusión de los costos de generar el superávit externo. Los optimistas habían argumentado que el problema de la deuda no se saldría de las manos, ya que una reducción en las tasas de interés y una caída del dólar ayudarían a pagar las cuentas. En la misma forma en que la caída de los precios de los bienes primarios, las altas tasas de interés y la apreciación del dólar habían contribuido a la generación de la crisis, lo contrario contribuiría a solucionarla. Pero, en realidad, nada de esto ha sucedido: el dólar se ha vuelto desde 1983 más fuerte, las tasas de interés han subido por encima de los niveles de 1983, y los precios de los bienes primarios no han mostrado la típica recuperación cíclica. Todo esto es muy importante porque nos dice que el cambio en las cuentas corrientes de los países deudores no se logró con ayuda de unas tasas de interés reales negativas y ganancias de capital, sino que se logró enteramente por el trabajo duro y la pérdida en consumo e inversión.

Uno no puede concluir los comentarios sobre 1984, sin anotar que el buen desempeño con la deuda y las señales de recuperación han sido principalmente en los mayores deudores.

GRAFICO No. 2
 BRASIL: PIB REAL Y VOLUMEN DE IMPORTACIONES
 NO PETROLERAS



De hecho, ha habido diferencia en el desempeño. Los deudores menores, particularmente Chile, Perú y Bolivia, pudieron hacer muy poco para superar el problema; sus economías están muy lejos de lograr la estabilidad.

IV. La perspectiva para el mediano plazo

¿Hay posibilidades de que la sorprendente capacidad de los países deudores, observada en 1984, seguirá en 1985 y más allá? Si los países deudores pueden experimentar un crecimiento y además cumplir sus obligaciones de servicio de la deuda, sencillamente no hay crisis de la deuda. Si, por el contrario, hay un dilema claro entre el crecimiento y el servicio de la deuda, el potencial de crisis permanece.

Cualquier previsión de que la crisis esté plenamente vigente, tiene que demostrar en alguna forma que el año 1984 fue en cierto sentido inusual y que no hay mucha probabilidad de que se repita. Un marco lógico para este análisis es el de concentrarse en el vínculo entre la disponibilidad de importaciones y el crecimiento. Es ampliamente aceptada la idea de que sin crecimiento, los países deudores, tarde o temprano, explotarán políticamente. La fuerza de trabajo en México o Brasil crece a unas tasas por encima del 3%. Si a este número se suma el crecimiento de la productividad, se ve que sin tasas de crecimiento del 5% o 6%, como mínimo, habrá un deterioro social mayor. Consecuentemente, el crecimiento es fundamental.

Consideremos primero la disponibilidad de importaciones:

$$\text{Importaciones} = \text{Exportaciones de la deuda} + \text{"Crédito nuevo"} - \text{Servicio (1)}$$

En la ecuación (1), la disponibilidad de importaciones se interpreta como el factor que restringe el crecimiento y el problema es que el crédito nuevo de los bancos comerciales no alcanza a cubrir el pago del servicio de la deuda. Por lo tanto, los ingresos por exportaciones ya no están disponibles para financiar las importaciones, limitándose el volumen de las mismas y también el crecimiento. De la ecuación (1) es evidente que el buen desempeño de las exportaciones y el bajo servicio de la deuda debido a unas tasas de interés bajas y unas sobrecargas bajas a dichas tasas, constituyen la receta para la desaparición de la restricción externa al crecimiento.

El buen desempeño de las exportaciones depende de tres condiciones: primera y más importante, de un crecimiento sostenido en los países del centro. La tasa apoyada, sin justificarla mayormente, es una tasa promedio de crecimiento del 3% en los países de la OCDE. Tal crecimiento abriría mercados para los bienes manufacturados de los países deudores y, al mismo tiempo, mejoraría los precios reales de los bienes primarios, que siguen siendo las principales exportaciones en una forma u otra.

Pero, en segundo lugar, también es importante cómo se genera ese crecimiento en el extranjero. La combinación preferible es un crecimiento que cause la caída del dólar en los mercados mundiales. La caída del dólar subiría los precios en dólares en el comercio internacional y así, instantáneamente, reduciría las deudas en términos reales.

El tercer ingrediente es la reducción de la restricción externa, que también tiene que ver con la mezcla de las políticas. Dado que el servicio de la deuda está determinado tanto por el stock de la deuda pendiente como por la tasa de interés corriente, es supremamente

importante que la política monetaria sea expansiva. No es sorprendente entonces que los deudores prefieran un ambiente de prosperidad, inflación mundial y crédito barato, y entre más, mejor.

Las proyecciones macroeconómicas de corto plazo sugieren que habrá un crecimiento del 3% en la OCDE, aunque con un margen significativo de incertidumbre. A su vez, se proyectan unas alzas, aunque no dramáticas, en las tasas de interés y se espera la continuación de la caída del dólar, aunque se ha dejado de predecirla. La perspectiva macroeconómica mundial no sugiere optimismo de manera alguna: ni prospectos de inflación, ni de bajas en las tasas de interés, ni de auge como el que se dio en los primeros años de los setentas. Los países menos desarrollados podrían salir de sus problemas de deuda, pero únicamente generando las condiciones para pagar, y no a través de galopar en el oleaje de las ganancias de capital y de la desvalorización por la inflación.

La última consideración tiene que ver con la manera en que la disponibilidad de importaciones se traduce en crecimiento. La evidencia del gráfico No. 2 es problemática en este sentido. Sugiere que no tenemos ninguna idea clara de cuáles son los requerimientos de importaciones para el crecimiento. Así, en 1980-84 puede haber ocurrido una reducción permanente en las necesidades de importaciones, tanto medias como marginales. Pero, puede ser que la reducción sea únicamente transitoria, sin ninguna tendencia hacia un cambio en el alto contenido importado del crecimiento que ha experimentado América Latina hasta ahora.

La recuperación de 1984 puede hacernos creer que puede haber crecimiento y servir la deuda simultáneamente, sugiriendo así, que no hay dilema alguno. Pero hay que relativizar

esta creencia en forma importante: en 1983-84, Brasil y México transfirieron al extranjero una cantidad equivalente al 5% ó 6% de sus ingresos. La transferencia desde Chile llegó a casi el 9%. Si la transferencia representa la diferencia entre la cantidad producida y el ingreso disponible para gastar, refleja su valor el hecho de que la recuperación del producto en 1984 corresponde a un aumento en el empleo, pero no al aumento en la absorción doméstica de bienes y servicios. La gente encontró empleo porque estaba dispuesta a trabajar por menos plata. La capacidad de encontrar empleo es fundamental desde el punto de vista doméstico y no debe ser despreciada. Por sí misma, mejora la distribución del ajuste y del ingreso. También aumenta la probabilidad de que la situación no vaya a explotar en el corto plazo. Pero, esto es principalmente un consuelo para los acreedores y no un alivio para los deudores.

En el muy corto plazo, el interrogante sobre la deuda es si la capacidad doméstica de los países deudores podrá sostener el desempeño externo de 1984, bajo condiciones menos favorables pero no totalmente imposibles. En cuanto a las importaciones, queda la pregunta de si los controles y la sustitución de importaciones se pueden mantener. En cuanto a las exportaciones, la pregunta es si el crecimiento de las exportaciones reflejó, en gran parte, la caída de la demanda doméstica en los países deudores que, por supuesto, desaparecerá con una reactivación. Entre las preguntas claves está también la del papel de la competitividad. En 1982-84, el salario real cayó en forma significativa, reduciendo el gasto y aumentando la competitividad. ¿Se pueden sostener tales caídas hasta llegar a una recuperación? En Argentina, esto ha probado ser imposible, en Brasil en este momento hay fuertes dudas y aun en México, hay serios interrogantes al respecto.

El problema de la deuda ha afectado la economía doméstica de los países deudores, en por lo menos tres aspectos: primero, las caídas en los salarios reales asociados con la corrección de los déficits fiscales y del desequilibrio externo son inmensas y socialmente inaceptables. Los trabajadores ven que ellos son los que pagan el servicio de una deuda que refleja una mala administración y la creación de unos privilegios de los cuales ellos no gozan. Por ejemplo, en Chile, el salario mínimo real está en un nivel 30% por debajo de su nivel de 1981, y los trabajadores se dan cuenta que están pagando una cuenta que no les corresponde.

El segundo efecto serio es la inflación. El ajuste a la crisis externa involucra, en todos los casos, un gran aumento en la inflación, y con él, una intervención del FMI en el manejo macroeconómico. En los casos de Argentina y Brasil, por ejemplo, es particularmente claro que hace falta alguna medida para controlar la inflación. Es mucho menos claro que unas políticas del estilo del FMI, como las de duro control monetario y de recortes presupuestales, sean de mucha efectividad en una economía donde se utiliza la indización para evitar los daños causados por la inflación.

La tercera pregunta es si el deterioro del crecimiento, comparado con el de los últimos treinta años (ver gráfico No. 3), causará unas consecuencias políticas fuertemente adversas. Pocas personas estarían seriamente en desacuerdo con la proposición de que el crecimiento per cápita en la década de los 80 será aproximadamente igual a cero. En 1990, es poco probable que el nivel de vida de la clase obrera sea mucho más alto que el nivel de la misma en 1980, y quizás, ni siquiera alcance éste. Esta situación es la más probable debido a que el patrón de crecimiento ha cambiado mucho. En el pasado, los países menos desarro-

llados compensaron las contracciones de la economía mundial con préstamos externos, y así mantuvieron las tasas de crecimiento, al costo de un aumento de la deuda externa. Ahora, esa posibilidad se limita y, así, una adversidad externa tendrá que ser sostenida prioritariamente por un crecimiento reducido y en menor medida por déficits comerciales. Este hecho no puede causar otra cosa que una tendencia hacia una tasa de crecimiento menor.

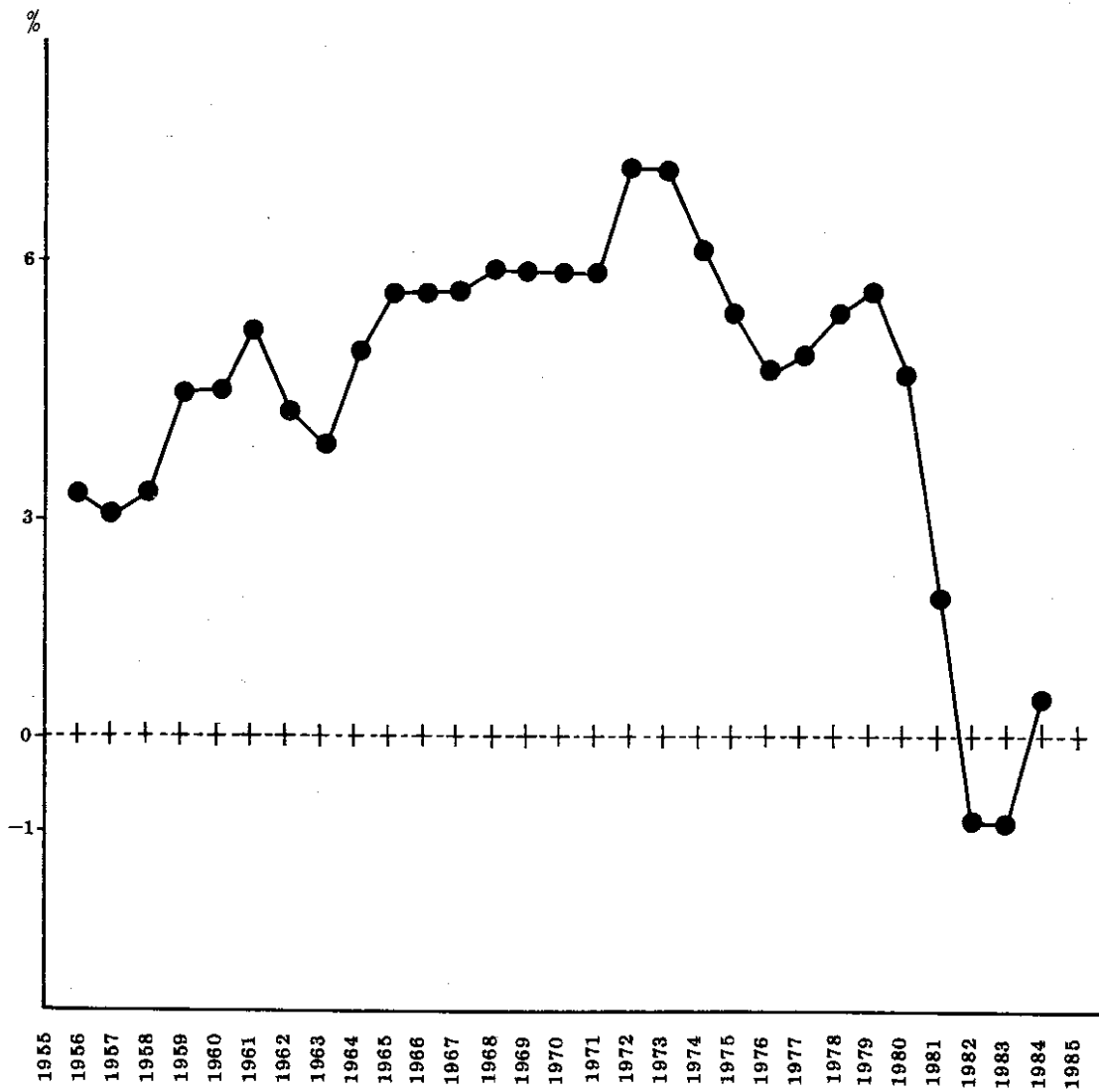
En la visión optimista se afirma que la gente se acostumbra rápidamente a la adversidad y que pronto se olvida del ingreso real que antes había percibido o que se olvidan las tasas de crecimiento previas. Pero, puede ser que este optimismo no se justifique en economías donde se percibe, cada vez más, que el mal desempeño también se debe a un "sistema" que, con la asistencia del FMI, le da más importancia a los intereses de los bancos extranjeros que a la prosperidad y estabilidad doméstica. También hay límites, como ha indicado con mucha fuerza Mario Simonsen (1984, p. 41):

"Para mantener la cooperación de los países deudores con la comunidad financiera internacional, hay que responder una pregunta clave: ¿bajo qué condiciones preferirían las autoridades nacionales de los países deudores la cooperación en vez del enfrentamiento? Mientras que es difícil identificar los puntos precisos de ruptura, un principio general permanece válido: una economía en crecimiento que experimenta aumentos en sus exportaciones, no buscaría confrontación con sus acreedores. En el mismo sentido, la solvencia al costo de la recesión prolongada puede ser políticamente insostenible."

V. Comentarios finales

La solución a los problemas de la deuda es básicamente política, no eco-

Gráfico No. 3
CRECIMIENTO LATINOAMERICANO
 (CRECIMIENTO DEL PIB, PROMEDIO DE TRES AÑOS, PROMEDIO MOVIL)



Fuente: FMI.

nómica. Sin embargo, hoy, a diferencia de los años veinte y treinta, el problema se sigue mirando como si fuera únicamente un asunto económico: proyecciones de las tasas de interés, tasas de crecimiento, etc., están en el centro de la discusión, para determinar cuáles políticas domésticas de los países deudores son consistentes con una reducción dramática en la deuda externa. Hace escasos cuatro años los bancos buscaban todas las formas de persuadir a los deudores para que se endeudaran más. Hoy se dice que hay un problema obvio de sobreendeudamiento. La simple premisa del "proceso de ajuste" es la proposición de que las deudas se tienen que mantener intactas y rentables, para mantener el "sistema". Sin embargo, la equidad, la buena política extranjera o el sencillo sentido del largo plazo, indicarían que algunas reducciones serían en interés de la mayoría.

El problema puede ser abordado desde el ángulo de las perspectivas de América Latina, para la siguiente década. La visión estándar es que los países deudores llegarán, a través de varios años, a reducir sus deudas (con respecto a las exportaciones) por una combinación de superávits del comercio y crecimiento de las exportaciones. Algún día, los bancos espontáneamente decidirán que ya basta, girarán y reiniciarán la "concesión voluntaria" de préstamos. No hay ninguna garantía de que esto pasará y ciertamente no hay ninguna indicación acerca de cuándo ya basta. Claramente, los reguladores domésticos temen el día en que los bancos lleguen a pensar en la renovación de la concesión de préstamos extranjeros. La prioridad es clara: que las deudas de los países en desarrollo se vuelvan un ítem de poco valor, tanto en los países deudores, como en las balanzas de los bancos comerciales. Hasta entonces, austeridad.

Pero, la perspectiva de que los bancos comerciales buscarán reducir su exposición en los países en desarrollo implica que la mayor parte de los intereses se tendrá que ganar, en lugar de ser prestada. La perspectiva se combina con la indudable escasez de los préstamos oficiales y la falta de inversión directa. Lleva a la proposición de que durante la próxima década, América Latina será un exportador neto de recursos. La idea implícita en esta proposición, que el crecimiento económico será el mismo, sea que América Latina esté prestando recursos o sea que esté cancelando una deuda, va en contra del sentido común y de la experiencia histórica. Es claro que el crecimiento sufrirá sencillamente porque el ahorro es inadecuado para sostener los niveles de inversión de acuerdo a sus tendencias históricas. Este escenario se acepta, en cierta forma, como la solución de corto plazo y, por extrapolación, como el resultado de mediano plazo. La inevitabilidad no se duda, y menos se dudaba por el FMI cuando organizó la formación del cartel de los bancos, y así estableció el mecanismo básico para extraer recursos de América Latina.

Pero quizás es más decepcionante ver que las autoridades en los mismos países deudores han llegado a aceptar la inevitabilidad de este escenario. Se han sometido a la estrategia caso por caso, apoyada por el FMI. Se recuerda Cartagena como un fracaso completamente vergonzoso. Han aceptado hacer de la deuda externa un problema estrecho y técnico (con grandes costos domésticos), en lugar de un asunto internacional. Tal vez es poco sorprendente que el Pinochet de Chile y los generales de Brasil eviten generar problemas. Pero ¿por qué siguieron el mismo camino México y Argentina? La respuesta claramente es que cualquier movimiento sobre la deuda externa tiene la posibilidad de radicalizar las políticas domésticas de dis-

tribución de ingresos y de derechos de propiedad tal vez más allá del control precario del sistema actual.

¿La conclusión de todo eso es que la economía y la política se combinan para hacer del problema de la deuda una discusión muerta? Creo que así es, fuera de dos posibilidades. Primero un shock macroeconómico grande al estilo del de 1980-82, podría reabrir la discusión sobre la iliquidez y así, involucrar ajustes "imposibles". Podrá haber ocurrido en 1984-85, como consecuencia de los déficits presupuestales de los EE.UU., que chocaron con una política monetaria restrictiva, pero sencillamente no ha pasado. El factor de rescate fue, supuestamente, la destreza en el manejo monetario en los EE.UU.

La otra posibilidad, más factible, es que durante la próxima década los países acreedores encontrarán que sencillamente no pueden aguantar la invasión de sus mercados domésticos por las exportaciones de los países deudores, necesarias para que éstos paguen la cuenta de los intereses. Puede llevar a la imposición de medidas proteccionistas. La protección, por supuesto, fue el principal ingrediente en

la expansión de la depresión de los años treinta a través de la economía mundial:

"Cuando los grandes países acreedores reducen sus exportaciones de capital... todos sus deudores tienen que cumplir sus obligaciones o con bienes o con oro, en lugar de cumplirlas a través de nuevos préstamos. Antes de que esta situación extraordinaria se hubiera desarrollado plenamente, sin embargo, una nueva limitación se impuso a la capacidad de los países deudores a pagar sus obligaciones externas. Los crecientes superávits de exportaciones ubicadas en los mercados mundiales causaron preocupación en los países importadores y acreedores, que luego impusieron aranceles más altos y los complementaron con más restricciones sobre las importaciones. Luego, hubo, en consecuencia, un encogimiento grande del comercio mundial y la consecuencia lógica del encogimiento fue una serie de moratorias, suspensiones de pago y acuerdos de congelamiento, como resultado de los cuales el crédito de muchos países deudores ha sido gravemente perjudicado." Liga de las Naciones, *World Economic Survey*, 1932.