

# Revista de la CEPAL

*Director*

RAUL PREBISCH

*Secretario Técnico*

ADOLFO GURRIERI

*Editor*

GREGORIO WEINBERG



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA  
SANTIAGO DE CHILE / ABRIL DE 1980

**SUMARIO**

El desafío energético <i>Enrique V. Iglesias</i>	7
Reunión sobre una nueva América Latina en la cambiante economía mundial	
Presentación <i>Abraham F. Lowenthal y David H. Pollock</i>	21
Exportación de manufacturas <i>Pedro I. Mendive</i>	23
La exportación de productos primarios no combustibles <i>Jere R. Behrman</i>	34
Una América Latina nueva en el nuevo mercado internacional de capitales <i>Albert Fishlow</i>	52
América Latina y el sistema monetario internacional observaciones y sugerencias <i>Carlos Massad</i>	63
Los países latinoamericanos y el Nuevo Orden Económico Internacional <i>Pedro Malán</i>	71
Desarrollo tecnológico en América Latina y el Caribe <i>Jorge A. Sábato</i>	87
Las principales cuestiones pendientes en las negociaciones sobre el Código de Conducta de la UNCTAD para la transferencia de tecnología. <i>Miguel Wionczeck</i>	101
La reforma económica internacional y la distribución del ingreso <i>William R. Cline</i>	110
Resumen interpretativo <i>Colin I. Bradford, Jr.</i>	122
Lista de participantes	134
Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior. El caso chileno: 1975-1978 <i>Roberto Zahler</i>	137
Hacia una teoría de la transformación <i>Raúl Prebisch</i>	165
Algunas Publicaciones de la CEPAL	217

# Una América Latina nueva en el nuevo mercado internacional de capitales

*Albert Fishlow\**

## Introducción

Apenas si puede cuestionarse que sea oportuno dar otra mirada a las perspectivas de desarrollo y a las opciones de política para América Latina. El considerable aumento en los precios del petróleo agudiza los problemas de una economía mundial ya empantanada en la 'estanflación'. La reunión reciente de la UNCTAD no dio origen a un programa común destinado a acelerar y extender el desarrollo económico; por el contrario, las divisiones entre los países industrializados y los países en desarrollo son cada vez mayores. Ni siquiera el término de las negociaciones de Tokio logró provocar el entusiasmo del Grupo de los 77.

Sin embargo, y a pesar de sus posibilidades desaprovechadas, la interdependencia económica sigue siendo algo más que pura retórica; y ello es más cierto en América Latina que en cualquier otra parte del mundo. Los países de la región aumentaron considerablemente su integración a la economía mundial a fines de los años sesenta y comienzos del decenio siguiente. Las tasas de crecimiento del intercambio superaron a las del crecimiento del producto interno bruto, las cuales a su vez mostraban un crecimiento acelerado. La relación de intercambio fue favorable. Aumentó en forma espectacular la afluencia de capitales.

A partir de 1973, las estadísticas regionales han reflejado el problema mundial de adaptación al funcionamiento menos dinámico de los países industrializados y a la consiguiente reducción del crecimiento del intercambio. El éxito de los bancos privados en materia de reciclaje de los excedentes de los países de la OPEP (inesperado en gran medida) no bastó para producir una transferencia fluida de los

ingresos extraordinarios provenientes del petróleo. Así sucedió incluso cuando los excedentes de la OPEP disminuyeron de 40 000 millones de dólares a alrededor de 10 000 millones de dólares en 1978, y aun antes del considerable aumento que nuevamente se avizora.

Las estadísticas globales de América Latina ocultan, por supuesto, las significativas diferencias surgidas en la región entre los países exportadores de petróleo y aquellos que no lo son. De estos últimos, dieciséis países tuvieron, entre 1974 y 1978, un crecimiento inferior al registrado durante el período inmediatamente anterior de 1970-1974, y sólo tres países, entre los más pequeños, mostraron un mejoramiento (Honduras, Paraguay y Uruguay). A diferencia de los citados, los países exportadores de petróleo muestran un tangible incremento, e incluso Ecuador, el único país que no exhibió un aumento notable en relación con el período anterior, tuvo un crecimiento (6.8%) que está entre los mayores de la región.

La tasa regional de crecimiento, en la cual inciden decisivamente los países no exportadores de petróleo, constituye en sí misma una evidente causa de preocupación; desde su punto máximo en el período de posguerra —7.5% entre 1970 y 1974— disminuyó a 4.0% entre 1974 y 1978. El actual promedio está por debajo del registrado en los inicios del decenio de 1960, lo que provocó grandes inquietudes durante ese período de estancamiento. Un crecimiento más lento y disparate se ha visto acompañado por la generalización de las presiones inflacionarias. Sin considerar las experiencias extremas de la Argentina y de Chile, los precios al consumidor aumentaron en más de un 30% al año, porcentaje que fue menos de la mitad entre 1970 y 1973. En suma, e incluso considerando las ganancias de sus países exportadores de petróleo, la economía latinoame-

\*Director, Concilium on International Studies, Yale University.

ricana no ha evidenciado una evolución favorable en las agitadas circunstancias posteriores a 1973, lo que se torna aún más evidente al compararla con la de otros países en desarrollo.

Lo que provoca mayor inquietud en la experiencia latinoamericana es el hecho de que, a partir de 1973, la baja del crecimiento y la renovada inflación estuvieron acompañadas por una afluencia de capitales nunca antes registrada, y superior a la de otras regiones del mundo. Durante el período comprendido entre 1974 y 1978, los países no exportadores de petróleo de la región aumentaron su endeudamiento en alrededor de 60 000 millones de dólares. La magnitud de esta afluencia de capital debe compararse con un costo *total* de importación de petróleo inferior a los 30 000 millones de dólares, y con un *aumento* en el costo de la importación de petróleo que asciende a alrededor de 20 000 millones de dólares. Para expresarlo de otra manera más general, la afluencia de capitales fue suficiente como para mantener la misma tasa de incremento del poder adquisitivo de las exportaciones (9.6%) registrada en el extraordinario período comprendido entre 1970 y 1973. Así compensó en forma sustancial tanto los efectos del menor volumen de exportaciones como los de la relación de intercambio.

Por todo lo anterior, se hace difícil sostener que América Latina se haya visto perjudicada por carecer de suficiente acceso a los mercados

extranjeros de capitales. A pesar del considerable acceso que tuvo, las consecuencias de éste no han sido del todo satisfactorias. Puede argumentarse válidamente que los déficit de pagos de América Latina, y en general los de los países en desarrollo, sirven de necesaria compensación a los excedentes de los países de la OPEP; sin embargo, no debe exagerarse la eficiencia de los procesos de transferencia.

Cuando se considera el inminente desequilibrio de las finanzas mundiales, es importante valorar tanto las limitaciones como las posibilidades inherentes a la estrategia de adaptación financiada mediante endeudamiento, por la cual han optado algunos países latinoamericanos. Las diversas partes de este trabajo abordan, desde diferentes perspectivas, esta cuestión fundamental. La primera parte considera las características que reviste la afluencia reciente de capitales, tanto en lo que respecta a sus fuentes como a sus usos. La segunda, examina las necesidades de capital para una expansión económica sostenida en la región, así como los medios para satisfacerlas, y considera algunas de las sugerencias acerca de medios para cubrir en forma más adecuada las necesidades futuras de capital. La tercera parte aborda la situación interna con respecto a su integración a los mercados internacionales de capitales, y observa que el depender de la afluencia de capital externo no es un elemento neutro en relación con las políticas internas.

## I

### La modalidad de contratación de deudas

Existe una razonable claridad acerca de las dimensiones de la afluencia de capital a América Latina, gracias a investigaciones recientes al respecto. La deuda contraída por los países no exportadores de petróleo excede actualmente los 100 000 millones de dólares; de este monto, alrededor de dos tercios corresponden a deuda con garantía pública, y el resto carece de garantía gubernamental. En conjunto, el Brasil y México reúnen alrededor de un 70% del total regional. La deuda del Brasil alcanza a alrededor

de 40 000 millones, y la mexicana a casi 30 000 millones. Mucho más lejos en la escala se encuentra la Argentina, con 10 000 millones, y Colombia, Chile y el Perú, que oscilan entre los 5 000 y los 8 000 millones de dólares cada uno.

Dicha deuda ha superado más de ocho veces el nivel alcanzado en 1965, y su incremento ha sido más rápido que el del conjunto de los países en desarrollo. Y se ha transformado en la principal forma de entrada de capital a la región; la inversión directa, que hace diez años

significaba casi la misma cantidad de recursos, no constituye actualmente sino algo más del 10% de las entradas de capital. Las empresas transnacionales han atendido sus necesidades de capital cada vez más a través del endeudamiento bancario en el extranjero, en vez de recurrir al crédito interno o a su patrimonio.

Al adoptarse el financiamiento mediante endeudamiento las fuentes privadas de crédito, por oposición a las fuentes públicas, han adquirido un papel mucho más importante, los bancos comerciales, en especial, han llegado a ser los principales acreedores. Actualmente son responsables de más del 40% del endeudamiento con garantía pública, contra menos del 10% hace poco más de un decenio; al crecer la importancia del endeudamiento sin garantía pública, que consiste casi exclusivamente en crédito bancario, su participación debe estar muy cercana al 70% del total del endeudamiento pendiente. Las estimaciones para 1978 sugieren una baja parcial en relación con las proporciones registradas entre 1974 y 1977, lo que se debe en parte al mismo motivo.

No resulta útil considerar esta afluencia de capitales durante el último decenio como expresión de un proceso único de acumulación de endeudamiento; más bien parece corresponder a tres conjuntos diversos de circunstancias. Durante el primer período (aproximadamente entre 1970 y 1973) se inicia el acceso al mercado de euromonedas, que se encontraba en rápido crecimiento. La oferta —los bancos habían descubierto que aplicar recursos en los países de ingresos medios era una fuente de ganancias— se acopló a la demanda. Los mayores coeficientes de inversión significaban mayor necesidad de importación de bienes de capital y, en consecuencia, de divisas. Al comienzo, a pesar del auge de las exportaciones y de los precios favorables, las necesidades de importación de los países excedieron su capacidad de importación, y de allí el atractivo de un financiamiento accesible por lapsos razonables y con bajos intereses, dado el exceso de fondos disponibles para invertir. En 1972 y 1973, sin embargo, el extraordinario incremento de los precios de las exportaciones de productos básicos aumentó el valor de las exportaciones en más de un 60%, lo que aportó una mayor cantidad de divisas, y la sostenida afluencia de empréstitos

se destinó en gran medida a acumular reservas y no a contrarrestar el déficit de la cuenta corriente.

He llamado a este período inicial, anterior a 1974, un período de crecimiento a través del endeudamiento, para destacar la relación positiva entre la afluencia de capital externo y la aceleración del crecimiento real del producto. En los inicios de los años setenta este aporte complementario de divisas hizo posible adoptar estrategias de intenso crecimiento, sin temor a restricciones provenientes de escasez de divisas.

Los años 1974 y 1975, en cambio, son de un endeudamiento que sirve para adaptarse al aumento de los precios del petróleo. Como resultado de la mayor demanda de préstamos, las tasas de interés aumentaron en forma ostensible y los plazos se abreviaron. El poder comprador de las exportaciones disminuyó fuertemente en ambos años, a causa del aumento de los precios del petróleo y de otras exportaciones, mientras el volumen de las exportaciones se estancó. La capacidad para importar se mantuvo recurriendo al mercado externo, el cual financiaba déficit sin precedentes en cuenta corriente. Se produjo cierta merma en las reservas debido a la cuantía de las necesidades. El efecto neto fue de crecimiento casi ininterrumpido en 1974, pero de reducción perceptible en 1975. Sin embargo, y tomados en conjunto, lo sucedido en ambos años no contradecía las tendencias a plazo más largo, y durante este período siguió aumentando el coeficiente de inversiones.

El déficit de cuenta corriente de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo —que ascendía a casi 30 000 millones de dólares— fue contrarrestado en gran medida por los excedentes acumulados por los países de la OPEP. Estos saldos, en su mayoría, fueron canalizados hacia el mercado de euromonedas, con los bancos como intermediarios. Sin embargo, no todos los países en desarrollo tuvieron igual fortuna. Los países de menor ingreso, cuyas tasas de crecimiento no habían respondido favorablemente durante el período anterior, no lograron acceso a los nuevos recursos, y se vieron en la triste alternativa de tener tasas de expansión aún más lentas y de depender de

capitales públicos destinados a los más necesitados.

Otros países, especialmente Corea y Taiwán, respondieron aceptando una reducción inmediata del crecimiento, y diversificaron su producción para destinarla al mercado de exportación. Este es, por supuesto, el medio de paliar la pérdida de ingreso real debido al cambio desfavorable en la relación de intercambio: transformarlo en una menor absorción interna de la producción. Aun cuando esta alternativa es una posibilidad para algunos países, no constituye una solución para todos ellos simultáneamente, salvo que se produzca una considerable reducción del ingreso mundial total.

Las grandes economías latinoamericanas optaron por un tercer camino, el de utilizar el mercado de capitales para mantener el gasto interno. Lo hicieron, en parte, porque bancos comerciales privados realizaron un efectivo reciclaje de los nuevos petrodólares, facilitando préstamos atractivos. Los países latinoamericanos ya endeudados podían obtener más empréstitos sin dificultad. Pero esta diferencia en el acceso al crédito no constituye la única razón; evidentemente, existían importantes ventajas políticas en sostener elevadas tasas de crecimiento, las que habían brindado recientemente tantas ventajas, y en evitar una recesión económica o una situación aún peor. Esta combinación de circunstancias llevó a América Latina a una participación mayor en el mercado de capitales con posterioridad a 1974, y el Brasil y México llegaron a ser, entre los países en desarrollo, los mayores deudores de los bancos comerciales.

También debe distinguirse un tercer período, el posterior a 1975, caracterizado por mucho menores déficit en cuenta corriente, en comparación con los niveles registrados entre 1974 y 1975; el nivel de 1978 fue, en términos reales —deflactado tanto por la inflación como por el crecimiento del producto real— menos de la mitad del nivel máximo que se registró en 1975. Además, ha cambiado la composición del déficit; en 1977 y 1978 se componía casi exclusivamente de pagos netos de utilidades e inte-

reses; en 1975, dichos pagos constituían sólo una tercera parte. Los últimos años han visto, pues, un ajuste —desfasado— a la alteración de las condiciones externas producida a partir de 1974: un crecimiento en la tasa de aumento de las exportaciones, una virtual conservación del volumen de importaciones, una reducción de la tasa de crecimiento a menos de 5%, y un coeficiente de inversión más reducido.

Sin embargo, en este último período se registró una expansión real, y no una reducción, del endeudamiento externo. La explicación de esta aparente contradicción está en un incremento masivo de las reservas. Los países no exportadores de petróleo acumularon más de 17 000 millones de dólares en reservas durante los últimos tres años, y casi la mitad del incremento de la deuda fue utilizado con este propósito. Gran parte del resto ha ido a su vez a compensar las salidas por concepto de pagos de servicio de endeudamiento y de inversiones directas anteriores. La transferencia real de recursos externos, lejos de financiar un abastecimiento de importaciones esencial para un crecimiento sostenido, ha mostrado una fuerte reducción. El endeudamiento externo se destina más a satisfacer los requerimientos internos de crédito que a atender las necesidades de divisas, y las grandes reservas internacionales crean problemas internos de política monetaria, complicando además el manejo de la deuda. Dichas reservas se han transformado en depósitos compensatorios que vuelven a ingresar al mercado de euromonedas, ganando un interés menor, y con limitada convertibilidad a importaciones materiales debido a la desconfianza de los acreedores.

Por todo ello, para muchos de los países latinoamericanos el ciclo del endeudamiento amenaza con dar una vuelta completa en poco más de un decenio, de un proceso de crecimiento a través del endeudamiento a otro de crecimiento potencialmente restringido por las deudas. La afluencia de capital extranjero ha evitado algunas de las peores consecuencias de la situación económica mundial a partir de 1974; sin embargo, no ha servido de panacea.

## II

## Necesidades de capital

No ha pasado inadvertida esta acumulación sin precedentes del endeudamiento en los países de América Latina y en otros países en desarrollo. Ha amainado, y con razón, la preocupación producida inicialmente —en los años 1974 y 1975— acerca de una posible crisis mundial de las estructuras financieras por causa de una incapacidad generalizada de pago; se ha comprobado que estaban mejor fundadas las perspectivas más optimistas, según las cuales se reducirían los déficit sin precedentes de cuenta corriente registrados en 1974 y 1975, y habría ajustes, debidos a la inflación y al crecimiento del producto, que permitirían evaluar con mayor exactitud la cuantía del endeudamiento.

Sin embargo, es aún demasiado pronto como para descartar completamente el problema de la deuda. La experiencia latinoamericana reciente —incluso antes de la actual escasez del petróleo— pone de manifiesto que la afluencia creciente de capital privado no cumple con la función que se le suponía. El ahorro potencial, tanto directo (a través de excedentes de países de la OPEP), como indirecto (a través de una menor inversión en los países industrializados) no se tradujo en formación de capital ni en un crecimiento económico sostenido. Los recursos no se asignaron a quienes podían dar mayor rendimiento, sino a aquellos con menores necesidades. Esta es, por supuesto, una de las ironías de la evaluación de solvencia practicada por los bancos comerciales: quienes acumulan reservas son considerados los mejores clientes.

Subyacente a este fracaso del mercado en producir resultados más positivos está la confianza en el criterio de lucro privado a corto plazo. Sería difícil pensar que los bancos comerciales pudieran tener otro criterio, puesto que no tienen la pretensión de ser bancos de desarrollo, y tampoco pueden tenerlo los deudores. Ante una situación crediticia incierta, y dado el breve plazo de vencimiento de sus deudas, los países no podían arriesgar grandes défi-

cit de cuenta corriente. Por lo tanto, no resulta sorprendente que bajaran las tasas de crecimiento y los coeficientes de inversión en América Latina, ni que la acumulación de reservas fuera a la vez uno de los destinos preferidos de los préstamos y la clave para seguir teniendo acceso a los mismos.

Más aún, las perspectivas optimistas tienden a mirar hacia atrás en vez de hacerlo hacia adelante. Ya sea que sus cálculos se hagan deflactando la deuda por los mayores precios de las exportaciones o extrapolando los menores déficit en cuenta corriente, adolecen de un error fundamental: no toman en cuenta los medios para atender las futuras necesidades de divisas.

Aun cuando los precios de sus exportaciones puedan subir, los de sus importaciones también aumentan. Desde 1974, el problema real de los países no exportadores de petróleo ha sido la combinación de inflación con movimientos adversos en la relación de intercambio. La inflación global significa a su vez mayores costos en intereses, con ajuste inmediato, en deudas cuyos plazos promedio de vencimiento son más breves. Si bien se ha registrado una efectiva disminución de los déficit de cuenta corriente en América Latina, se ha comprobado también que la mayor proporción de pagos de intereses y utilidades significa una menor transferencia de recursos reales.

Las características esenciales del problema del endeudamiento latinoamericano se aclaran cuando se hacen proyecciones acerca de las entradas de capital que se necesitan para el futuro. En primer lugar, es probable que en el próximo decenio la deuda aumente en forma significativa y más rápidamente que el incremento del producto interno bruto. Por lo tanto las entradas brutas deberán subir en proporción aún mayor para hacer frente a la amortización. En segundo lugar, es probable que, antes de estabilizarse, la relación entre pagos de servicios y exportaciones aumente por sobre su ac-

tual promedio de más de 40%. En tercer lugar, no debe exagerarse la ganancia que significa la inflación para los países deudores. Dicha ganancia efectivamente existe, puesto que los incrementos de precios aumentan el excedente en dólares provenientes de mercancías, el cual puede utilizarse para pagos de amortización y servicios expresados según sus costos históricos; sin embargo, los plazos de los préstamos se hacen más cortos, y la ventaja es menor a medida que las tasas de interés reflejan la inflación, como sucede necesariamente, por cuanto aumenta la proporción de préstamos de bancos comerciales. La relación de intercambio es en sí más significativa que la inflación misma, por cuanto tiene mayor efecto sobre la magnitud del balance comercial. En términos generales, y a base de diversas proyecciones que utilizan parámetros adecuados a la experiencia latinoamericana, podría decirse que el efecto de un mejoramiento de un punto porcentual en la relación de intercambio equivale al efecto de un 3% de inflación generalizada.

En cuarto lugar, la capacidad de afrontar la magnitud de la deuda y sus servicios depende decisivamente de que las tasas reales de exportación superen el crecimiento del producto interno; es decir, dependen del incremento de la importancia del mercado externo. La sustitución de importaciones puede servir para aumentar el balance comercial, pero en medida menor que antes. Dado que los países más grandes presentan actualmente una baja proporción de importaciones en relación con el ingreso, existe un límite para la elasticidad de las importaciones. Más aún, al aproximarse ese límite se pasa a depender de la reducción de las importaciones para equilibrar las necesidades de capital, con lo cual se pierde la flexibilidad de la política económica: una baja de divisas, cualquiera sea su motivo, se transforma automáticamente en una seria restricción económica. Si los niveles de exportación y de importación fueran más altos, habría más posibilidad de restringir importaciones menos esenciales. Finalmente, una política de promoción de exportaciones puede captar ganancias provenientes de un mercado mucho más amplio y, al aplicarse correctamente, estimula una mayor productividad como respuesta a la competencia internacional; una política de sustitu-

ción de importaciones, en cambio, corre el riesgo de un exceso de proteccionismo y con ello de ineficiencia.

En quinto lugar, el excedente de las exportaciones necesario para disminuir la dependencia respecto de la afluencia de capitales externos exige una paralela reducción en el gasto interno. El ahorro interno debe aumentar en proporción con los recursos antes transferidos desde el extranjero. Es posible postergar las consecuencias de los mayores precios del petróleo sobre el ingreso real, pero éstas son inevitables; y no es pequeño el problema de cómo asignar internamente esos costos mientras se transfieren excedentes al exterior.

Finalmente (y esto es lo principal) una estructura más causal de proyecciones pone de manifiesto que el verdadero costo de pago de la deuda en condiciones desfavorables, tanto financieras como de tendencia, consiste en un menor crecimiento económico. Las divisas deben destinarse al servicio de entradas anteriores de capital y no a la compra de insumos importados indispensables para una sostenida acumulación del capital. Cuando son bajas las tasas de afluencia permanente de capital y de exportaciones, el ajuste del déficit en cuenta corriente se hace a costas del dinamismo de la economía. El problema de la deuda está lejos de afectar solamente al acreedor; se transforma en un problema insoluble si todos los acreedores deciden simultáneamente cerrar los mercados de capital y de mercancías.

He preferido destacar estas conclusiones de carácter cualitativo en vez de presentar un conjunto concreto de estimaciones de las necesidades de capital; porque ellas constituyen a mi parecer el contexto dentro del cual deben evaluarse las diversas proposiciones de política. Determinados valores pueden cambiar al alterarse las circunstancias. El costo adicional del petróleo, por ejemplo, así como las mayores tasas de interés, incrementarán en más de 4 000 millones de dólares el déficit en cuenta corriente registrado el año pasado, lo que basta para invertir su tendencia a la reducción.

Todos estos hechos hacen aún más oportuno concertar esfuerzos para afrontar las deficiencias de una afluencia de capital regulada en forma casi exclusiva por el mercado privado. Las medidas correctivas pueden dividirse en



dos grandes categorías: la primera, la conversión de una mucho mayor proporción de la actual deuda a empréstitos a largo plazo, y la segunda, medios más efectivos de abordar las carencias a corto plazo en materia de divisas. Ambos tipos de medidas tienen por propósito permitir una mejor utilización de los recursos externos, estimulando así el crecimiento, no sólo en América Latina sino también en los países industrializados.

Como hemos visto, los préstamos bancarios a través del mercado de euromonedas no han cumplido durante los últimos años el objetivo propuesto. Los recursos extranjeros se han destinado a la acumulación de reservas en vez de hacerlo a la inversión, y las tasas de crecimiento han quedado por debajo de sus niveles de tendencia. No se trata de un problema de insuficiencia de capitales sino de exceso de disponibilidad de un tipo de capital que no es el indicado.

A partir de 1974 se hicieron muchas propuestas concretas en relación con estas necesidades de capital; la gran mayoría de ellas no han fructificado. Mientras el mercado de euromonedas crezca en un 25% anual y se mantenga el favorable acceso a él de los países latinoamericanos más grandes, se hace difícil hacer sentir la urgencia de la situación. Una de las pocas medidas concretas tomadas en este sentido es la creación del Servicio de Financiamiento Suplementario del FMI, el cual pone a disposición de los países una suma adicional de 10 000 millones de dólares para compensar carencias a corto plazo; probablemente será más utilizada cuando se produzca el aumento de precios del petróleo correspondiente a las actuales negociaciones.

Sin embargo, sigue siendo necesario complementar este recurso con algún medio de reestructuración ordenada del endeudamiento. Los préstamos destinados a atender necesidades inmediatas de divisas pueden servir para evitar la bancarrota, pero no constituyen un buen medio de financiar los necesarios ajustes productivos a largo plazo. La experiencia demuestra que son precisamente los países con excesivo endeudamiento los que reiteradamente requieren ayuda de emergencia. Una mejor política consistiría en facilitar a dichos países la oportunidad de comenzar de nuevo,

en vez de hacer refinanciamientos poco realistas, que sólo prolongan los períodos en que deben pagar altos montos por concepto de servicios. A pesar de que se cobran primas de alto riesgo, que aparentemente podrían constituir una reserva financiera suficiente como para condonar ciertos préstamos a países extranjeros, los bancos comerciales dudan en hacerlo. No tuvieron el mismo escrúpulo en relación con inversiones fiduciarias en propiedades, a pesar de que éstas arrojaban mayores pérdidas; un código legal de bancarrota hacía preferible la condonación. Sigo siendo de opinión que una cláusula similar de escape sería beneficiosa para los préstamos internacionales. En América Latina, Chile y Perú serían casos claros donde dicha cláusula podría haberse aplicado.

Una disposición semejante no abriría la puerta a conductas irresponsables por parte de los países prestatarios. Estos se verían obligados a asumir su falta de cumplimiento a través de un menor acceso futuro al mercado de capitales; tampoco podrían declarar su incapacidad para cumplir con sus pagos sin establecer dicha incapacidad a satisfacción, por ejemplo, del FMI. Disminuiría la disposición de los bancos comerciales para otorgarles préstamos a corto plazo, y los costos de intereses se verían afectados. Todo ello no sería totalmente negativo, incluso al haber justificada preocupación acerca de una adecuada afluencia de capital. Probablemente sea necesario desalentar la dependencia respecto de préstamos a corto plazo, en especial si sus resultados son tan ambivalentes como en los registrados durante los últimos años.

Más todavía, una medida de este tipo llevaría a concentrar positivamente la atención en una necesidad más fundamental: la de crear disponibilidad de recursos para una inversión productiva a largo plazo. Sólo puede responderse a ella mediante el incremento de los fondos disponibles para empréstitos a plazo prolongado, y uno de los medios para lograrlo consiste en destacar la función de los bancos públicos de desarrollo por oposición a la gravitación de los bancos comerciales privados. A esta finalidad contribuyen claramente los recientes incrementos de los capitales del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo, así como las coparticipaciones. Sin embargo,

pueden hacerse necesarias medidas más espectaculares, entre ellas solicitudes explícitas de fondos a largo plazo en condiciones de resguardo contra la inflación; estímulos para la canalización de algunos recursos de bancos comerciales a través de instituciones públicas, inicialmente quizás a través de acuerdos de crédito recíproco (acuerdos 'swap'); creación de nuevas instituciones públicas dedicadas a objetivos particulares de inversión de interés colectivo, tales como, por ejemplo, la agricultura, las fuentes no convencionales de energía, los recursos naturales.

Todas estas proposiciones tienen una característica común. Suponen que América Latina no necesita recursos en condiciones 'concesionarias', sino fondos más seguros a plazo más largo, cuyo rendimiento social sea lo suficientemente alto como para contrarrestar los costos de sus intereses. Suponen también que mecanismos de carácter exclusivamente regional—como una 'red de seguridad' para los prés-

tamos a corto plazo o planes de garantía a plazo más prolongado, por ejemplo— no tendrán la misma eficacia que otros mecanismos, de carácter más global, que satisfagan las especiales necesidades de la región.

Por último, se concentran en medidas directamente relacionadas con las corrientes de capital. Esto no significa dejar de reconocer que el problema del endeudamiento es en última instancia un problema de comercio; muy por el contrario, sin crecimiento de las exportaciones, las medidas de los mercados de capitales serían completamente insuficientes. Si no existiesen medios para hacer exportaciones suficientes para el pago de las obligaciones en divisas, la alternativa consistiría en un menor crecimiento latinoamericano (y mundial) o en transferencias masivas y más seguras de capital. La primera opción es inaceptable y la segunda poco probable. Por ello, el tema de las corrientes de capitales está indisolublemente ligado al de las corrientes reales.

### III

## El plano interno: consecuencias y políticas

Las corrientes internacionales de capital también deben examinarse en lo que respecta a la economía interna del país. En este sentido, tres aspectos merecen un breve comentario. El primero es la capacidad para mantener el crecimiento de exportaciones requerido para responder a las necesidades de divisas. El segundo es la interacción entre el mercado de capitales interno y el mercado internacional de capitales; el tercero, la interrelación entre el manejo de la deuda y las políticas internas en materia monetaria y fiscal.

Se ha documentado suficientemente la progresiva reintegración de muchos de los principales países latinoamericanos al mercado mundial a fines de los años sesenta y comienzos del decenio siguiente, así como la creciente proporción de las manufacturas dentro de las exportaciones totales. A ello contribuyeron tanto el crecimiento favorable de la economía mundial como las políticas internas, que dismi-

nuyeron la orientación adversa al mercado externo. En algunos casos, se ofrecieron considerables subsidios y tipos más favorables de cambio; así sucedió, por ejemplo, en Brasil, aun cuando en gran medida los subsidios sólo sirvieron para compensar la situación arancelaria y la sobrevaloración del tipo de cambio.

Políticas como éstas, de franca promoción de exportaciones, pueden haber sido más fáciles de mantener que la combinación de sustitución de importaciones y crecimiento de las exportaciones que actualmente se propone. Eran más fáciles de aplicar porque estaban acompañadas por altas tasas de crecimiento de las importaciones, y en consecuencia, de una rápida expansión de la absorción interna; porque la integración a una economía mundial dinámica daba origen a beneficios tangibles, bajo la forma de un más rápido crecimiento del producto; y porque, a diferencia de las de años recientes, no suponían mayores aranceles ni

restricciones cuantitativas de la importación, junto con reclamos contra el proteccionismo de los países industrializados.

El compromiso latinoamericano con el mercado externo entra en conflicto con arraigados sentimientos en contrario. Se teme una orientación hacia las exportaciones, por cuanto ello se hace equivalente a oponerse a la industrialización, a la empresa nacional y a una más equitativa distribución del ingreso. Todas estas preocupaciones tienen efectivo fundamento en la experiencia histórica. Sin embargo, extrapolar el pasado hacia el futuro sería una equivocación lamentable. Es cierto que determinadas políticas de explotación del mercado externo pueden adquirir precisamente esas características, y que las proposiciones brasileñas para reorientar el sector agrícola suscitan al respecto legítimas dudas; sin embargo, esos rasgos no son inseparables del crecimiento de las exportaciones. Al surgir tendencias más democráticas en varios países, sería lamentable que se hiciera equivaler una política económica más atenta a las necesidades populares con un desarrollo nacionalista y orientado predominantemente hacia lo interno. En realidad, la sustitución de importaciones, la austeridad interna equitativamente distribuida y la continua afluencia de capitales deben ir unidas a vigorosos esfuerzos por aumentar las exportaciones.

Más aún, la mayor parte de estas exportaciones deberán reorientarse no tanto a la misma región como hacia el mercado ajeno a América Latina. A fines de los años cincuenta, la escasez de divisas estimuló la creación de la ALALC; actualmente vuelve a sugerirse que un mayor mercado regional puede contribuir a solucionar el problema. Una publicación reciente de la CEPAL, por ejemplo, opinó que América Latina deberá ahora, indudablemente, poner mayor énfasis en el comercio intrarregional. Sin negar el crecimiento del comercio intrarregional en años recientes y su significación más que proporcional en relación con las manufacturas, nos parece improbable que el proceso formal de integración muestre en los próximos años mucho incremento, salvo que se den dos condiciones: una inversión de la tendencia, característica del último decenio en América Latina, a una menor identidad política regional, y un crecimiento mucho más lento de las

oportunidades comerciales ajenas a la región. Un mercado común latinoamericano surgirá más probablemente de circunstancias externas a la región que de un movimiento espontáneo en el seno de la misma. Incluso si fuese así, nos parece dudosa la posibilidad de superar las considerables diferencias que existen entre exportadores e importadores de petróleo, entre economías grandes y economías pequeñas, entre países con ingresos relativamente altos y países de ingresos menores, etc. Es posible que las exportaciones intrarregionales puedan contribuir a solucionar el problema, pero lo harán sólo en una limitada medida.

Las políticas internas, además de garantizar una permanente asignación de recursos a las exportaciones, deben procurar ofrecer mejores condiciones de funcionamiento al mercado de capitales, tanto interno como externo. Durante el período de rápida acumulación del endeudamiento, la reestructuración de los mercados internos de capitales no tuvo gran prioridad, puesto que el crédito externo reemplazó el ahorro interno. La distribución de dicho crédito, por supuesto, no tiene carácter neutral. Favorece a las empresas más grandes en detrimento de las menores; al sector gubernamental antes que al privado; a la industria antes que a la agricultura; a las empresas transnacionales antes que a las nacionales. Las políticas gubernamentales suelen tener el propósito de evitar dichos sesgos, pero lo hacen a costa de segmentar aún más el mercado interno de capitales. Los sectores subsidiados sufren de escasez de inversión real, pues los préstamos son destinados a otras actividades.

Estos efectos de la afluencia de capital sobre las instituciones financieras nacionales deben ser materia de la mayor preocupación. No existe una igualación simple de tasas internas y externas de interés, como parece sugerirlo un modelo teórico simple. Más aún, y esto es bien sabido, el ahorro externo no es sencillamente un complemento del ahorro interno, sino que lo desplaza y lo sustituye en gran medida. El hecho de no tomar en cuenta estas consecuencias estructurales deforma el cálculo racional, haciéndole favorecer un recurso tal vez excesivo al endeudamiento. En los últimos años, cuando se registró una menor presión en materia de necesidades de divisas y cuando el

endeudamiento tuvo tan fuerte contrapeso en las reservas, los efectos financieros anteriormente aludidos parecen cada vez más importantes.

La acumulación de reservas ha llevado a una mayor conciencia de los límites que impone la integración en mercados internacionales de capital a la política monetaria y fiscal interna. Una medida de la dependencia excesiva del endeudamiento la constituyen los esfuerzos realizados para esterilizar los incrementos monetarios provenientes de las mayores reservas. Las corrientes de capital, lejos de constituir un mecanismo de equilibrio, amenazan el manejo eficaz de la economía interna. El crédito externo debe ser neutralizado a través de la venta de valores públicos. No se trata de una operación fácil, y muchas veces ha llevado a incrementar la oferta de dinero muy por encima de los límites deseados o planificados. Esta vía de inflación importada y magnificada ha sido uno de los elementos importantes en las alzas de precios del Brasil, que es el mayor deudor de la región. Debe además observarse que la venta de valores públicos con corrección monetaria significa un fuerte impulso de alza para los gastos nominales del gobierno.

Aparte de estos efectos sobre la política monetaria y fiscal, existe otra restricción para la capacidad de utilizar la devaluación del tipo de cambio en una economía con fuerte deuda externa. El efecto sobre las obligaciones externas no incide de igual forma en cada uno de los diversos sectores o firmas. Contrarrestarlo es negar el intento de reducir el gasto interno; permitir sus consecuencias puede producir serios desplazamientos de la producción. Puede pues darse la situación de que sea imperativo utilizar medidas selectivas para contrarrestar la sobrevaluación, en vez de alterar el tipo de cambio.

Lo esencial es que depender de la afluencia de capitales externos tiene también aspectos negativos. Para manejar eficazmente la deuda, es necesario algo más que obtener de la computadora un listado de la amortización y los pagos proyectados de intereses; deben tomarse en cuenta la asignación interna de recursos, la relación con mercados internos de capital, y la sincronización de instrumentos de política. Estas labores se ven complicadas por la incertidumbre de una oferta de recursos que depende del exterior.

## Conclusiones

La creciente participación de América Latina en el mercado internacional de capitales durante el último decenio refleja, en general, su creciente fortaleza económica. Mayores niveles de ingreso, aparente estabilidad política, facilidad para aumentar y diversificar las exportaciones, atractivas perspectivas futuras, son los factores que influyen en el acceso diferencial al mercado de euromonedas de que gozan actualmente los principales países de la región. Dicho acceso ha permitido a muchos de esos países protegerse contra las peores consecuencias de una economía mundial que, a partir de 1974, se ha vuelto menos dinámica y más incierta.

Sin embargo, la integración en mercados internacionales de capital no tuvo los mismos resultados favorables para todos los países, como así tampoco funcionó a la perfección en

ninguno de ellos. Perú sigue soportando una deuda que excede su capacidad de pago. La capacidad fiscal de México —escasamente desarrollada— tuvo la suerte de verse compensada por el oportuno descubrimiento y explotación del petróleo y del gas natural. Brasil, en años recientes, ha adoptado una política de 'tira y afloja', que hace recordar a sus vecinos del sur. Algunos países más pequeños han carecido de facilidades para obtener préstamos, o no los han obtenido en condiciones favorables.

Por todo lo anterior, puede advertirse que la afluencia de capitales externos no ha constituido una panacea, y que amenaza con transformarse en un problema si se convierte en salida de recursos reales. Para recuperar las altas tasas de crecimiento que tuvieron hace poco, los países de la región, deben contar con financia-

miento adecuado y permanente. Resulta dudoso que se pueda responder a esta necesidad a través del mercado privado y la creciente concentración del endeudamiento en bancos privados. Los préstamos inciertos y a corto plazo no se traducen fácilmente en un proceso de acumulación de capital y de sostenido crecimiento que es lo indicado para la región. Las medidas de estabilización destinadas a combatir sistemáticos excesos de absorción interna mediante la imposición de períodos de ajuste muy cortos y poco realistas no atacan las deficiencias estructurales.

Las proposiciones específicas para abordar una u otra de estas deficiencias son muchas, pero pocas han sido consideradas con detenimiento, pues existe escasa conciencia de la urgencia de la situación. En la medida en que se mantenga un crecimiento modesto del producto, en que se cumpla con las obligaciones de la deuda, y en que se siga disponiendo de capital, será difícil suscitar gran interés por reformas propuestas para mejorar la forma de intermediación. En los mercados financieros internacionales, la innovación parece depender predominantemente de la iniciativa privada y no de la política pública. El problema no consiste en que los mercados financieros pueden derrumbarse súbitamente, ni en que los deudores latinoamericanos se encuentran fal-

tos de capacidad de pago, sino en que se mantenga el *statu quo*, con un suministro de créditos suficientes, y quizás incluso excesivo, pero en condiciones que no son las adecuadas.

Para responder a esta amenaza (que no por ser poco espectacular es menos real), los países latinoamericanos no dependen totalmente de la iniciativa ajena. Pueden disminuir los préstamos obtenidos y apoyarse más en el ahorro interno; pueden adoptar con más entusiasmo un estilo de desarrollo orientado hacia el mercado interno; pueden aislarse en mayor medida de las circunstancias económicas mundiales. Una estrategia de este tipo tiene también sus costos, tanto para América Latina como para los países industrializados; supone el rechazo de las ventajas mutuas inherentes a una transferencia racional de recursos hacia aplicaciones más productivas.

Sin embargo, ese desenlace puede producirse, pues las políticas evolucionan con lentitud. Pocas veces se ha previsto una tendencia con tan uniforme regularidad como en el caso de la alteración de la importancia, las necesidades y el papel cumplido por los países latinoamericanos de ingresos medios. Hasta ahora, hemos logrado salir apenas del paso. Por lo tanto, ¿podemos confiar en que las adaptaciones actuales serán eficaces en el futuro?