

Revista de la CEPAL

Director
RAUL PREBISCH

Secretario Técnico
ADOLFO GURRIERI

Secretario Adjunto
GREGORIO WEINBERG



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA

SANTIAGO DE CHILE/AGOSTO DE 1983

Revista de la
C E P A L

Santiago de Chile

Número 20

SUMARIO

Nota de la Dirección	7
Carta del Presidente Constitucional de la República del Ecuador Don Osvaldo Hurtado a los señores Enrique V. Iglesias, Secretario Ejecutivo de la CEPAL y Carlos Alzamora, Secretario Permanente del SELA	9
Carta de los señores Enrique V. Iglesias, Secretario Ejecutivo de la CEPAL y Carlos Alzamora, Secretario Permanente del SELA al Presidente Constitucional del Ecuador Don Osvaldo Hurtado	11
Bases para una respuesta de América Latina a la crisis económica internacional. <i>Enrique V. Iglesias y Carlos Alzamora Traverso</i>	17
La crisis mundial y América Latina. Conclusiones de la Reunión de Personalidades convocada por la CEPAL y celebrada en Bogotá los días 19 a 21 de mayo de 1983	49
La crisis del capitalismo y el comercio internacional. <i>Raúl Prebisch</i>	53
América Latina: crisis, cooperación y desarrollo. <i>Guillermo Maldonado, Eduardo Gana y Armando Di Filippo</i>	77
Renegociación de la deuda latinoamericana: Un análisis del poder monopólico de la banca. <i>Robert Devlin</i>	103
Salarios y empleos en coyunturas recesivas internacionales. Experiencias latinoamericanas recientes. <i>Victor E. Tokman</i>	115
¿Existe una salida equitativa y democrática para la crisis? <i>Adolfo Gurrieri y Pedro Sáinz</i>	131
La deuda externa y los problemas financieros de América Latina. <i>Carlos Massad</i>	153
Algunas publicaciones de la CEPAL	169

La deuda externa y los problemas financieros de América Latina*

*Carlos Massad***

La deuda externa es quizá la manifestación más saliente de la crisis por la que atraviesan los países de América Latina y uno de los problemas cuya solución es condición necesaria para que los mismos puedan salir de su actual atolladero.

El artículo comienza presentando algunos datos generales sobre la evolución del monto de la deuda en la última década, hasta situarse en su crítico nivel actual cuando alcanza a cerca de un 30% del producto interno. Examina posteriormente las causas de ese aumento, ordenándolas en torno a los incrementos de demanda y de oferta de créditos externos: entre ellas destacan los cambios en los precios relativos internos, la política cambiaria, los excesivos gastos públicos y privados, el alza de los precios del petróleo y su impacto sobre la liquidez internacional, etc. En seguida presta atención a algunas consecuencias del aumento de la deuda —como las restricciones a la política interna, la transferencia de recursos al exterior y la vulnerabilidad externa— y a las condiciones en que la misma podría resultar sostenible. Esas condiciones son, esencialmente, el crecimiento sostenido de la economía mundial, la baja de las tasas de interés reales, la continuidad de la corriente de crédito externo y la expansión de las exportaciones, las que no se cumplen en la actualidad. Por ello sugiere algunas medidas de emergencia entre las que sobresalen la renegociación equitativa de la deuda entre deudores y acreedores, el aumento de los recursos del FMI y de su influencia sobre los países acreedores, y el incremento de la liquidez internacional; estas medidas, junto a otras a mediano plazo, constituyen una necesidad imperiosa en el momento actual.

*Una versión preliminar de este artículo fue utilizada por el autor en la Conferencia que pronunció en la Academia Nacional de Economía del Uruguay, en mayo de 1983.

**El autor es Coordinador del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL y Profesor del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago de Chile.

I

Introducción

La deuda externa es un tema de moda y por eso mismo peligroso; probablemente los lectores saben de él tanto o más que el autor. Sobre los temas de moda todos leemos, conversamos y tenemos buena información, y sobre todo afirmamos a veces ideas muy claras y firmes. Trataré de hacer un resumen de esas ideas claras y firmes para brindar la perspectiva que mi propia experiencia y trabajo me han permitido elaborar.

Me referiré primero a las magnitudes envueltas en los problemas financieros de América Latina; luego al aumento de la deuda externa latinoamericana y las razones por las cuales esa deuda se ha incrementado; para tratar en seguida las consecuencias del aumento de la deuda y analizar si es sostenible o no su nivel actual. Finalmente, plantearé las soluciones de emergencia y de mediano plazo, tanto a nivel nacional como internacional, y las perspectivas para el futuro cercano.

II

Las magnitudes envueltas

Consideremos en primer lugar las magnitudes envueltas en el problema financiero latinoamericano. Es sabido que hay un desequilibrio fuerte y creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos de la región, es decir, esencialmente, en nuestras transacciones de compra y venta al exterior más pagos de intereses y turismo. Para 18 países no exportadores de petróleo tal desequilibrio, que era de unos dos mil millones de dólares en 1970, se mantuvo en rangos de diez dígitos hasta 1978 cuando alcanzó a unos 8 mil millones de dólares; al año siguiente subió a 14 mil millones y en 1981 alcanzó su máximo con 27 mil millones de dólares. Es decir, en un período de once años el déficit externo de la cuenta corriente de los 18 países no exportadores de petróleo se multiplicó por 13, desde 2 mil llegó a 27 mil millones de dólares.

Los ingresos en la cuenta de capitales ayudaron a financiar esos déficit: por una parte, existía un déficit en la cuenta corriente pues se

compraba más de lo que se vendía; por otra, esto se financiaba con ingresos netos en la cuenta de capitales. Dichos ingresos fueron persistentemente mayores que el déficit en la cuenta corriente, de manera que se podía pagar el déficit corriente y aun acumular reservas. Por ejemplo, mientras en 1970 en la cuenta de capitales se registraba un superávit de 2 800 millones, en la cuenta corriente el déficit alcanzaba a 2 100 millones, o sea restaban 700 millones que permitían mejorar las reservas de este grupo de países. Y la situación se sostuvo de esta manera hasta 1979, cuando el déficit en la cuenta corriente alcanzó 14 000 millones, mientras que el superávit en la cuenta de capitales era de 17 800 millones de dólares. En 1980 y 1981, pero sobre todo en 1982, la situación se invierte completamente, y durante esos tres años el déficit corriente acumulado excede en casi 15 000 de dólares al ingreso neto de capitales, lo que significa pérdida de reservas por parte de nuestros países; del déficit de la cuenta corriente sólo una parte pudo financiarse con ingresos de capitales y el resto hubo que hacerlo utilizando nuestras propias reservas. En 1982, por ejemplo, el saldo en la cuenta corriente fue negativo, de 25 000 millones de dólares, mientras que el saldo en la cuenta de capitales fue positivo, pero de sólo 16 700 millones de dólares, es decir, hubo en ese sólo año un uso neto de reservas de casi 9 000 millones de dólares.

Estos ingresos de capitales provienen básicamente de dos fuentes: por una parte, inversión directa extranjera, que no genera deudas; y, por otro, los préstamos del exterior a mediano y a largo plazo, que se cuentan como tales en la balanza de pagos.

Mientras la deuda creció, la inversión extranjera se fue haciendo cada vez menos importante. Muchas razones lo explican: por un lado, aparecieron muy buenas oportunidades de inversión en otros países, por ejemplo en Asia (Co-

rea, Taiwan, Singapur, y ahora Tailandia, entre otros); por otra, se debe recordar que entre mediados de los años sesenta, y tal vez mediados de los setenta en América Latina, en la mayor parte de los países hubo una ola de nacionalizaciones, durante la cual fueron expropiadas inversiones extranjeras. En ciertos casos se llegaba a las nacionalizaciones por excesos de los inversionistas, en otros los motivos eran diferentes; más, el que hubiese una nacionalización, cualquiera que fuese la causa, y casi cualquiera que fuese la compensación, llevaba a desalentar la inversión nueva. Por lo tanto, los ingresos de capitales fueron adquiriendo cada vez más el carácter de deuda.

Para ofrecer una idea del nivel de la deuda, conviene compararla con la producción total de los países. La deuda total de América Latina es en este momento algo superior a los 300 000 millones de dólares. En 1970, la deuda externa a corto, mediano y largo plazo, pública y privada, representaba poco menos del 12% del producto interno bruto de Latinoamérica; hacia fines de 1982 representaba alrededor de un 30% del producto interno.

Por su parte, a medida que crecía la deuda también necesariamente se incrementaba el servicio de la misma, en particular el pago de intereses, los que crecieron por una doble razón; porque aumentó el nivel de la deuda y, además, porque las tasas de interés durante ese período crecieron fuertemente. Como proporción de las exportaciones de bienes y servicios los intereses representaban alrededor de 7% en 1970, pero a fines de 1982 alcanzaron a casi un 40%; es decir, durante 1982 debía destinarse casi el 40% de los recursos obtenidos por nuestras exportaciones sólo para pagar los intereses de la deuda.

Las cifras indican, pues, que el crecimiento de la deuda fue rápido, y alto su costo. Cabe entonces preguntarse por qué aumentó la deuda, qué ocurrió durante estos 12 ó 13 años para que ella creciese con tanta rapidez.

III

El porqué del aumento de la deuda

Clasificaremos las razones del aumento de la deuda en las dos categorías tradicionales del análisis económico: la demanda y la oferta. Veamos ante todo qué razones motivaron el crecimiento de la deuda por el lado de la demanda y luego qué razones por el de la oferta.

1. *Las razones de demanda*

Entre las razones por el lado de la demanda, pueden establecerse varias y de distinto tipo: las primeras a mencionar son las políticas o hechos internos que incrementan las tasas reales internas de interés; cuando éstas aumentan la gente tiene más incentivos para endeudarse en el exterior, de manera tal que cualquier elemento que influya sobre un aumento de las tasas internas de interés reales, incide a su vez en un mayor incentivo para solicitar préstamos al exterior.

a) *La lucha antiinflacionaria y las transformaciones económicas*

El primer elemento que debe citarse aquí es la lucha antiinflacionaria. Prácticamente todos los países de la región, durante este período, lucharon activamente contra la inflación. Como es natural, esta lucha significa, entre otras cosas, una política monetaria relativamente restrictiva, y, ésta a su vez, provoca un aumento en las tasas de interés.

Al mismo tiempo, durante este lapso, la mayor parte de los países de la región se embarcó en políticas de profundas transformaciones económicas, ya sea revisando sus aranceles o sus sistemas financieros, los incentivos generales, los sistemas tributarios, la seguridad social y otros.

Todas estas políticas de transformación, además de sus efectos a largo plazo, tienen ciertos efectos a corto plazo que también pueden implicar un costo. Por ejemplo, la política de transformación normalmente provoca una alteración en los precios relativos, que son los indicadores que usa la economía para asignar los recursos.

En aquellos bienes cuyo precio relativo sube, la situación a menudo se resuelve por la vía del comercio exterior; si hay una mayor demanda de ciertos productos que haga elevar su precio relativo, es probable que esa elevación se atenúe a través del comercio exterior, porque se importa lo suficiente de este producto para satisfacer la demanda o por lo menos para amortiguar el exceso de demanda generado. Pero en el caso de una caída de los precios relativos, que constituiría un signo para que salieran recursos de esa actividad y se trasladasen a otras cuyo precio es más favorable, el efecto no opera con la misma rapidez pues la reacción normal de las empresas no es reducir de inmediato sus actividades sino más bien solicitar préstamos al sistema bancario para, de este modo, superar lo que se considera una mala situación transitoria, cuando en realidad se trata de una transformación a más largo plazo de los precios relativos en el país.

A medida que las empresas se acercan al sistema bancario, y si tienen garantías para ello, el sistema responderá otorgándoles crédito; de este modo, la demanda de crédito se ve acrecentada. Por su parte, aquellas empresas cuyos precios relativos aumentan también quieren expandirse, y ejercen entonces presión sobre el sistema bancario, de manera que el cambio brusco en los precios relativos en una economía conlleva normalmente una aceleración en la demanda de crédito, es decir, una mayor presión sobre el sistema bancario. Esta presión, a su vez, en el marco de una política monetaria determinada, tiene como resultado un alza de las tasas de interés. Y observamos precisamente que es en aquellos países donde hubo mayor esfuerzo de transformación que se registran al mismo tiempo las tasas de interés reales más elevadas. Ahora bien, cuando se tienen tasas de interés reales internas más altas, naturalmente surge un incentivo muy fuerte para pedir préstamos al exterior donde las tasas son más favorables.

De modo que la política de transformación económica tiende, a corto plazo, a acentuar la demanda de crédito y a generar tasas de interés internas más elevadas.

b) *El vínculo entre las empresas financieras y las no financieras*

Dentro de este mismo campo, cabe considerar el hecho de que, en ciertos casos, se constituye un vínculo entre el banco y la empresa que utiliza el crédito; la empresa obtiene crédito con preferencia a otras, y por lo tanto puede trabajar con un capital relativamente menor con relación a la deuda. En otros términos, la empresa arriesga muy poco; mientras más reducido sea el capital con relación a la deuda, menor será lo que arriesga la empresa, y si es poco lo que arriesga, más alto serán los intereses que está dispuesta a pagar, en tanto tenga financiamiento para proseguir con sus negocios aun en momentos difíciles. De manera tal que el hecho de que exista vinculación entre la Banca y el sector productivo genera un incentivo para que la empresa esté dispuesta a aceptar tasas de interés más elevadas de lo que de otra manera haría. Y como es natural esto genera otra vez tasas internas de interés más altas e incentivos para pedir préstamos en el exterior.

c) *La política cambiaria*

Otro elemento importante en este cuadro lo constituye la política cambiaria. Si en un país con inflación, el tipo de cambio se fija nominalmente y permanece estable mientras la inflación continúa, lo que ocurrirá es que las tasas nominales internas, altas ya por la inflación, se convierten en elevadas tasas reales en dólares. Por ejemplo, si se tiene un precio fijo del dólar, con una inflación de 20% y una tasa de interés de 25%, esto significa que la tasa de interés real, medida en moneda nacional, es de sólo 5%, pero en dólares en cambio es de 25%, porque el precio del dólar está fijo. De esta manera, si se pueden obtener préstamos en el exterior al 12% en dólares, se estaría pagando sólo la mitad de lo que se pagaría internamente. Así, en una economía con inflación, el hecho que el tipo de cambio se mantenga estable durante un tiempo prolongado, produce también un incentivo para pedir prestado al exterior, porque la tasa en dólares es más reducida que la tasa interna real.

Todos estos elementos contribuyen a incrementar la tasa interna real de interés, y por tanto a generar un incentivo para solicitar préstamos al exterior.

d) *El gasto excesivo del sector público*

Un segundo grupo de elementos que explican la demanda de deuda externa se vincula a la eliminación de restricciones al gasto. Aquí el caso ortodoxo, o clásico si se quiere, es aquél donde el gobierno gasta más que sus ingresos. Este es un caso bien conocido: hay un déficit fiscal que financia el Banco Central; el excedente de emisión genera un exceso de oferta sobre la demanda de dinero; dicho exceso de oferta de dinero se manifiesta en el resto de los mercados a través de un exceso de demanda de bienes y valores. El exceso de demanda de bienes corresponde a un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos mientras que el exceso de demanda de valores corresponde a una salida de capitales del país, lo que a su vez se refleja en un déficit en la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Se produce de esta manera un déficit global que las autoridades se ven en la necesidad de financiar. Un exceso del gasto público, entonces, financiado con emisión del Banco Central, significa pérdida de divisas y el Estado tiene que salir al exterior, normalmente por intermedio del Banco Central, a obtener los recursos necesarios para financiar dicho déficit. Aquí se da el fenómeno llamado en los Estados Unidos *crowding out*, es decir, estrechar, empujar hacia un lado al otro sector; cuando el Estado sale a pedir prestado empuja a un rincón al sector privado, y éste no puede obtener los créditos que necesita; es el caso tradicional u ortodoxo.

e) *El gasto excesivo del sector privado*

Pero también parece pertinente analizar por un momento casos no tradicionales, y que bien podríamos llamar heterodoxos, donde el *crowding out*, el arrinconamiento, se produce a la inversa: es el sector privado quién arrincona al sector público. Veamos un ejemplo: supóngase que, por cualquier razón, el sector privado decide incrementar sus gastos; y encuentra en el exterior la posibilidad de financiar dicho gasto incrementado. El aumento del gasto privado se reflejará en un déficit en la cuenta corriente ya que el sector privado pretenderá comprar más bienes de los disponibles en el mercado, y por lo tanto deberá importar esos bienes adicionales. Se produce un déficit en la cuenta corriente, y el mismo se financia automáticamente porque el

propio sector privado solicita en el exterior el financiamiento necesario para su excedente de gasto. Ahora bien, podría ocurrir que no todo este financiamiento se destinara a comprar bienes importados sino también bienes nacionales, por lo que una parte del financiamiento obtenido cubriría la cuenta corriente, y la otra aumentaría las reservas del país.

Así, por la vía de un exceso de gasto privado, se da un fenómeno de desequilibrio en la cuenta corriente, y de endeudamiento externo, idéntico al que ocurre en el caso del sector público. El exceso de gasto del sector privado, cuando hay posibilidades de financiarlo en el exterior, puede ser tan peligroso como el exceso de gasto del sector público financiado con recursos del Banco Central.

El aumento de la deuda externa para financiar gasto privado se verá reflejado en las estadísticas, y probablemente habría que esperar que en aquellos países donde el incremento de la deuda se debió sobre todo a un exceso de gasto privado, la deuda externa o su incremento, sea fundamentalmente privada. En cambio en aquellos países donde el incremento del gasto se debió básicamente a un exceso de gasto público, es el Banco Central o el propio gobierno los que tendrán que salir a buscar el financiamiento; por tanto, la deuda externa, o su incremento, serán principalmente de carácter público. Si se examinan las estadísticas de aquellos países donde se ve una 'buena conducta' fiscal, en el sentido tradicional de mantener un presupuesto relativamente equilibrado, y donde hay un exceso de gasto privado, se encuentra un incremento en la deuda externa principalmente del sector privado; mientras que en aquellos casos en que predomina el déficit fiscal, se comprueba que el aumento de endeudamiento es esencialmente público.

En la medida en que existe un desajuste en la cuenta corriente debido a un aumento de gasto privado, financiado con entradas de capitales, si una parte de estos dólares no va a financiar importaciones sino a financiar gastos nacionales, los precios de los bienes llamados 'no transables', tenderán a subir, lo que significa que el tipo de cambio en realidad queda rezagado. Así, observaríamos que hay un incremento de la deuda y que, al quedar rezagado, el tipo de cambio acentúa el desequilibrio en la cuenta corriente. Tenemos entonces un fenómeno de excesivo gasto

privado, financiado con endeudamiento, que acrecienta las reservas, pero que como deja rezagado el tipo de cambio, incrementa nuevamente el desequilibrio en la cuenta corriente.

2. Las razones de oferta

Dejemos hasta este punto las razones de demanda que explican el endeudamiento y examinemos, por un momento, por el lado de la oferta, el porqué pudo darse este elevado endeudamiento.

Los elementos de oferta están básicamente vinculados a los dos 'impactos' del precio del petróleo. Los dos grandes aumentos del precio del petróleo, en 1973-1974 y en 1978-1979, generaron enormes superávits en las cuentas de los países petroleros. Estos superávits actuaron tanto sobre la oferta como sobre la demanda de fondos; por una parte, generaron oferta de fondos ya que los países exportadores de petróleo, sobre todo los del Medio Oriente, tienen una gran preferencia por la liquidez en sus tenencias de recursos extranjeros; han preferido tener sus recursos liquidados, en depósitos bancarios antes que en inversiones, sobre todo a comienzos de este proceso. Pero al mismo tiempo que ellos depositaban estos recursos en el sistema bancario, los países que compraban petróleo, necesitaban financiar sus cuentas desequilibradas por el déficit.

Hubo simultáneamente aumentos de la oferta y de la demanda de fondos en el campo internacional. Los países petroleros depositaron estos recursos en la banca privada que actúa en el plano internacional, la que se expandió a una velocidad notable. Por un momento pareció que no sería capaz de lograr el llamado 'reciclaje', es decir, la reasignación de los fondos desde los países petroleros a los países importadores de petróleo, y sin embargo creció desde 1970 a 1981 a un promedio anual de 20%. Casi todos los indicadores disponibles, sean éstos el total de los activos de la banca privada internacional, sus activos externos o sus activos en moneda extranjera, muestran crecimientos a una tasa media del 20% anual.

El superávit de los países petroleros acumulado entre los años 1974 y 1981, alcanzó a 433 000 millones de dólares, mientras que la magnitud total de los activos externos netos de los bancos que entregan información al Banco de

Pagos Internacionales de Basilea es del orden de 1 billón de dólares.

Con estos recursos, los euromercados se expandieron rápidamente, alcanzando cifras promedio de alrededor de un 20% anual; los bancos en Europa 18%, el mercado de euromonedas 19%, el total de los bancos informantes al Banco de Pagos Internacionales de Basilea 21.5%, etc.; todas estas tasas, de una magnitud semejante,

indican un crecimiento sin precedentes del financiamiento externo.

Nuestros países se encontraron así, por una parte, con una mayor demanda de recursos, y por otra, con mayores recursos a su disposición. En efecto, muchos bancos extranjeros ofrecían sus préstamos, cuando la tradición indicaba lo contrario; empero la costumbre se invirtió en los años siguientes.

IV

Las consecuencias del incremento de la deuda

Examinaré ahora las consecuencias del incremento de la deuda cuyas cifras principales ya hemos señalado. Probablemente para analizarlas convenga pensar en el caso de una empresa que enfrenta a su banquero. Supongamos que es una empresa solvente, frente a un banquero con el cual mantuvo una relación de muchos años y se encuentra ahora con una cifra de deuda relativamente elevada. Es posible que entonces le diga su banquero que antes de emprender nuevas inversiones o expansiones en la empresa, le informe en detalle sobre la situación de la misma, porque como registra una deuda muy importante compromete una proporción elevada de los recursos del banco, de manera que éste comienza a interesarse muy detalladamente en su evolución y sus riesgos.

Desde el punto de vista de un país esto significa que hay ciertas restricciones a las políticas internas que ocurren por el solo hecho de tener una deuda elevada, que tiene que ser renovada todo el tiempo. Y de paso recordemos que la deuda tiene ahora plazos mucho más cortos de los que tenía hace diez años, porque es principalmente de fuente privada y no de fuente oficial. Hace diez años la mayor parte de la deuda latinoamericana, tal vez el 80% de la misma, provenía de instituciones como el Banco Mundial, el Banco Interamericano, la AID, todas instituciones oficiales que prestan a largo plazo y a tasas de interés fijas. En la actualidad, en cambio, la relación se ha invertido: el 80% de la deuda es con instituciones privadas, que, por su misma naturaleza, prestan a plazos más breves y a tasas de

interés flotantes cuyas consecuencias desarrollaremos a continuación.

1. *Las restricciones a la política interna*

En primer lugar, el nivel de la deuda impone ciertas restricciones a la política interna. Evidentemente, no se puede aplicar cualquier política; tienen que ser políticas que posibiliten la renovación regular, por lo menos del nivel de crédito con que se cuenta; esto impone restricciones a las políticas monetaria, cambiaria y de tasas de interés; no es que sean restricciones directamente impuestas por los bancos acreedores, sino restricciones que resultan de hecho, porque los bancos están mirando determinados indicadores para saber si la conducta económica de un país le permitirá pagar o no sus compromisos; si estos indicadores muestran una situación negativa, el banco se pondrá muy reticente para renovar los compromisos, y comenzará a exigir el pago o a aumentar las garantías, tal como lo haría si se tratase de una empresa; en cambio, si esos indicadores muestran valores favorables, probablemente el banco se mostrará fácilmente propenso a extender nuevos créditos, a renovar los existentes, etc. Conviene reiterar que no se trata de que el banco formule una exigencia directa a las autoridades, sino que los bancos toman en cuenta la evolución de ciertos indicadores. Por ejemplo, si las reservas internacionales se están reduciendo, ello es un mal síntoma para el banco; por lo tanto un país difícilmente podrá aplicar políticas que impliquen una reducción de sus reservas si tiene una deuda muy elevada. Los bancos consideran

también la situación de la cuenta corriente de la balanza de pagos: si ésta se desequilibra mucho en el sentido de evidenciar un déficit, se hará más difícil renovar u obtener nuevos créditos. En suma, los países tendrán que buscar aquellas políticas que no generen desequilibrios demasiado grandes en su cuenta corriente. Estos son sólo ejemplos porque la gama de posibilidades es muy amplia. En todo caso, el punto central que quiero destacar es que una deuda elevada impone por naturaleza restricciones a las políticas internas y sólo pueden aplicarse aquéllas que hagan que los indicadores de solvencia, que los bancos están examinando, apunten en sentidos favorables que permitan obtener renovaciones o créditos nuevos.

2. *La transferencia real de recursos al exterior*

Una segunda consecuencia de una deuda elevada, es que hace muy probable la eventualidad de una transferencia real de recursos al exterior. Pedir prestado significa lograr más recursos de los que se tiene; un país que pide prestado lo hace para gastar más de lo que posee. De este modo un préstamo del exterior significa una transferencia real de recursos desde el exterior hacia el país deudor. Pero al mismo tiempo, cuando la deuda se paga al exterior se revierte la transferencia real de recursos. Transferir recursos reales significa tener menos zapatos, menos ropa, menos alimentos; no es algo vago sino muy concreto y efectivo; transferir recursos reales al exterior, significa enviar al exterior bienes que no se producen en el país, de la misma manera que se reciben del exterior cuando se obtiene un préstamo. Pero los países en desarrollo son tradicionalmente países receptores de capitales que, por la naturaleza de su desarrollo, están en condiciones de ofrecer mejores condiciones o alternativas de inversión que otros, y entonces estarán durante un período muy prolongado recibiendo capitales netos desde el exterior, es decir recursos reales que se suman a los propios, para mantener los niveles de consumo y de inversión.

Cuando la deuda se hace muy elevada se corre el riesgo inminente de que la misma deba reducirse, y eso significa que habrá que restringirse internamente para poder entregar al exterior los recursos reales con los cuales se paga la deuda.

Por otra parte, mientras más elevada sea la deuda, tanto más altos también serán los intereses, y éstos son parte de los pagos corrientes de un país, de modo que mientras mayor sea la deuda, mayor será la probabilidad de un déficit en la cuenta corriente debido a los intereses y mayor, por consiguiente, la probabilidad de que no sea posible obtener tantos préstamos como antes, y de que surja la necesidad de transferir recursos al exterior. Para ofrecer un ejemplo, supongamos que la deuda externa de un país sea igual a su producto nacional; conjeturemos que el producto nacional está creciendo al 5% anual y que los intereses reales de la deuda también son del 5% anual; esto significaría que deben pagarse al exterior recursos reales equivalentes a todo el crecimiento de la economía, para siempre, ya que se trata de intereses y no de pago del capital.

3. *Nueva fuente de vulnerabilidad externa*

Además, y como consecuencia del crecimiento rápido de la deuda, ésta se contrajo a plazos menores, porque los bancos comerciales prestan a menor plazo que la AID o el BID, y además más costosa, porque ellos deben cubrir sus costos y además obtener utilidades. Al hacerse a menor plazo y más costosa, aumenta la eventual transferencia de recursos al exterior cuando hay que pagar intereses o la deuda misma. Pero lo que es más complejo, los intereses de la deuda privada ya no son fijos como los del BID o los de la AID, sino flotantes, es decir, se modifican normalmente cada tres o seis meses, de acuerdo con el mercado. Esto significa que el efecto de la tasa de interés recae no sólo sobre los nuevos préstamos. Cuando la tasa es fija, del 9% por ejemplo, y después sube al 10%, no aumenta la tasa de los préstamos anteriores, la que sigue fija en 9%; la de 10% sólo se aplica a los nuevos préstamos contratados. Pero cuando la misma es flotante, si sube del 9% al 10% esta última tasa se aplica a toda la deuda y no solamente a la nueva deuda contraída. Como ahora prácticamente el 80% de la deuda externa latinoamericana está sometida a tasas de interés flotantes, esto significa que un cambio de un 9% a un 10% en la misma implica 2 400 millones de dólares de mayor gasto para el conjunto de América Latina.

Pero además el hecho de que toda la deuda esté sometida a la flotación de intereses, consti-

tuye una nueva vía de transmisión internacional de desequilibrios. Las vías tradicionales de desequilibrios internacionales son muy conocidas. Por ejemplo, cuando Estados Unidos atraviesa una recesión, caen los precios de las exportaciones de productos primarios aunque los de las importaciones sigan subiendo; el deterioro de los términos del intercambio hace que recibamos menos por nuestro comercio exterior; así, el desequilibrio se transmite a nuestra economía, a través de los términos de intercambio.

Durante una recesión a menudo disminuyen las importaciones de los países desarrollados, lo que significa que nuestras exportaciones disminuyen. A través del volumen de las exportaciones los efectos de la recesión internacional se transfieren también a nuestras economías.

Cuando los países desarrollados están aplicando una política monetaria restrictiva, sube la tasa de interés; una más elevada tasa de interés tiende a disminuir las inversiones también en nuestros países y, por el menor gasto que genera una alta tasa de interés internacional, se transfiere también a nuestras economías una parte de la recesión. Cuando hay una recesión en Estados Unidos mejora el tipo de cambio del dólar respecto de otras monedas. Como nuestras monedas normalmente están ligadas al dólar, constituye una suerte de reevaluación, y a través de ella se transmiten también los desequilibrios internacionales hacia nuestras economías.

Pero ahora, con las tasas de interés flotantes que afectan el total de la deuda, hay una vía no tradicional, una nueva vía de transmisión internacional de los desequilibrios, que es el movimiento de las tasas de interés. Cuando sube la tasa de interés en los Estados Unidos, porque ese país aplica una política monetaria restrictiva,

ocurren dos cosas simultáneamente: se desacelera la economía de ese país de modo que se producen todos los demás efectos tradicionales mencionados, y al mismo tiempo se eleva la tasa de interés, que aumenta el pago de intereses en la cuenta corriente como efecto directo del incremento de la tasa. La tasa de interés no sólo ocasiona, entonces, un efecto indirecto a través del gasto de la economía sino que además provoca un efecto directo a través del desequilibrio en la cuenta corriente que genera un pago mayor de intereses.

4. Otra nueva fuente de vulnerabilidad

Dada la importancia de la deuda externa y su nivel, hay otro mecanismo no tradicional de transmisión de desequilibrios internacionales: los deterioros en las carteras de los bancos en el exterior. Supongamos, por ejemplo, que ocurre una recesión en los Estados Unidos; esto determina un deterioro de la cartera de la banca de ese país, lo que hace que ésta se ponga mucho más reticente para prestar, y reduzca entonces el nivel de los préstamos. Pero un país con un elevado nivel de deuda debe pagar altos intereses que necesita financiar, y renovar sus créditos para, al menos, mantener el nivel de la deuda; y es precisamente entonces cuando los bancos se ponen reticentes, al tiempo que suben las tasas de interés, por la recesión externa. Simultáneamente, se deterioran los términos de intercambio, se hacen presentes todas las demás vías tradicionales de transmisión de desequilibrio, y actúan además aquellas vías no tradicionales de transmisión de desequilibrio que operan por el deterioro de la cartera de los bancos que los obliga a retraerse, provocando a su vez retracción en el sistema financiero internacional.

V

¿Es sostenible el nivel actual de la deuda?

Después de revisar todos estos aspectos negativos parecería oportuno explorar si el nivel actual de la deuda de América Latina es sostenible o no. Luego sugeriré qué puede hacerse para enfrentarla. Por ahora, tal vez convenga detenerse aquí para establecer bajo qué condiciones el nivel de la deuda externa latinoamericana es sostenible.

1. La tasa de crecimiento de la economía mundial

La primera condición para que ese nivel fuera soportable es que se restablezca la economía mundial, es decir, que tenga un crecimiento sostenido. En realidad, el National Security Council

de los Estados Unidos estima que si las economías de los países de la OCDE crecieran a un 4.2% anual, el problema de la deuda externa sería perfectamente llevadero para los países deudores, considerados en su conjunto. Naturalmente hay casos en que la dificultad sería mayor pero, vista la totalidad de los países, el 4.2% de crecimiento sostenido de la OCDE permitiría solventar el nivel de la deuda; porque ello significaría mejores precios de las exportaciones, mayores exportaciones por parte de estos países, menores tasas de interés, etc.

2. *El nivel de las tasas de interés reales externas*

La segunda condición es que las tasas de interés se reduzcan efectivamente, y alcancen su nivel tradicional. Si uno examina las últimas décadas en Estados Unidos y Europa, las tasas reales fueron de 1 al 2%, con la única excepción de Japón cuyas tasas reales fueron más altas por la gran productividad de su economía. Pero las economías no pueden resistir largos períodos con tasas reales muy superiores al 1 ó 2%, porque si fuese así, en un plazo relativamente breve, de tres o cuatro generaciones, los depositantes en los bancos serían los poseedores de toda la riqueza nacional; porque el interés se va acumulando, de modo que al cabo de menos de un siglo, un millón de dólares se transformaría en mil millones de dólares si la tasa de interés fuese de 7% por año. Las tasas reales de interés, que en el pasado han sido reducidas, en la actualidad son del orden del 7%, magnitud absolutamente desusada. De modo que si el crecimiento de la economía mundial fuese de 4 a 5%, y las tasas reales de interés externas no excedieran del 1 ó 2%, la deuda sería perfectamente sostenible.

3. *La continuidad en el flujo de crédito externo*

Una tercera condición es que el flujo de crédito bancario sea relativamente continuo y no interrumpido. Aquí se plantea también un problema, pues, actuando detrás de los bancos grandes o junto con ellos, han ingresado al campo del financiamiento internacional numerosos bancos relativamente pequeños, medidos en estándares internacionales, porque había gran liquidez en el sistema y hallaron así una válvula de salida para sus recursos. Los bancos chicos no tienen capacidad para evaluar a los clientes en otros países;

carecen de un equipo de personas que pueda mantener una visión actualizada de las economías de los demás países y de los clientes individuales extranjeros, de modo que confían en los juicios y en los criterios de los grandes bancos. Pero los bancos chicos también son débiles, un pequeño error en su cartera les puede significar dificultades muy serias, de tal manera que entran unidos detrás de los grandes bancos, y se retiran también unidos al primer síntoma de dificultad. Los grandes bancos, que poseen sus propios equipos para evaluar la situación, no manifiestan estas reacciones tan erráticas, o en todo caso tendrían menos razones para ello, mientras que los bancos menores entran y se retiran en masa. Esta actitud genera dificultades en el flujo de recursos de crédito bancario y, en particular, provoca dificultades serias en las renegociaciones actuales de la deuda. El sistema bancario expresa un fuerte instinto gregario, actúa en conjunto en un sentido o en otro. Actuó en una dirección entre 1975 y 1981, y en la opuesta en 1982.

4. *La expansión de las exportaciones*

Otra condición requerida es una expansión continuada de las exportaciones de los países deudores. Si la economía de los países del resto del mundo está creciendo, ello a su vez permitiría expandir las exportaciones; pero para poder hacerlo es preciso tener capacidad productiva. Es decir, se requiere haber empleado inteligentemente los recursos del ahorro interno y de la deuda. Ahora bien, no puede afirmarse que en todos los casos, estos recursos hayan sido inteligentemente utilizados. En realidad, cuando se investiga con detenimiento, se encuentra que en varios casos el ahorro externo se convirtió en un sustituto del ahorro interno en vez de ser un complemento, es decir, el ahorro externo llevó a una reducción del ahorro interno. La inversión no creció todo lo que debió haber crecido con estos recursos; de manera que no siempre los países están en condiciones de aumentar las exportaciones, a pesar de que el mundo crezca a una tasa suficiente como para absorberlas.

Deben considerarse además las acentuadas tendencias proteccionistas que se advierten en casi todos los países del mundo. Si bien los gobiernos intentan oponerse a las presiones proteccionistas, la conjunción de desempleo y desequilibrios externos en las economías de la OECD

conduce a que esas presiones tengan éxito. Durante los últimos años, el comercio mundial prácticamente se ha paralizado y, en realidad, por lo menos durante un año el comercio mundial ha disminuido, tanto en volumen como en precios, por primera vez en un período muy prolongado.

Infortunadamente, las tendencias proteccionistas en los países no se revierten con facilidad. Una vez establecidas, se genera una serie de intereses alrededor de las medidas proteccionistas: de los trabajadores y de los empresarios de las empresas protegidas, de las empresas vinculadas a ellas, de las áreas geográficas donde las mismas se localizan, etc. Estos intereses tornan muy difícil desmontar las medidas proteccionistas adoptadas.

5. *El cumplimiento de las condiciones*

Como consecuencia de la recesión mundial, estas cuatro condiciones necesarias para que la deuda externa sea sostenible en forma normal no se dan. Lamentablemente, la economía mundial no crece, o lo hace con mucha lentitud. El aumento del producto nacional bruto de los países industriales en su conjunto, que fue en 1980 de 1.3% y en 1981 de 1.2%, registra en 1982 una caída de 0.3%; en 1983 se espera algún crecimiento, pero por ahora sólo son esperanzas; de tal manera que la economía mundial no está creciendo al 4 ó 5% que sería necesario para hacer llevadero el nivel actual de la deuda.

Por otra parte, se ha producido un cambio importante en la distribución entre superávit y déficit en el mundo. Con el fracaso del cartel del petróleo, los países petroleros han dejado de ser países superavitarios; habían acumulado, como se recordará, casi 500 000 millones de dólares de superávit, los que estaban manteniendo, en buena proporción, en el sistema bancario. Ahora estos países tienen déficit; las cifras muestran que en 1982, por ejemplo, los países exportadores de petróleo tuvieron un déficit de 2 000 millones de dólares en sus cuentas externas; para el año 1983 se aguarda un déficit de 27 000 millones de dólares; de modo que estos países ya no harán contribuciones adicionales a la liquidez mundial. Los países industriales en 1982 registran un déficit de 1 400 millones de dólares, mientras que los

países en desarrollo no petroleros muestran un déficit de 87 000 millones de dólares. En el año 1983, los países industriales esperan un superávit, de modo que se modificará la situación de cuenta corriente; y estos países tienen menos propensión que los petroleros a mantener sus recursos en forma líquida en los bancos. Es poco probable que estos últimos puedan contar con recursos líquidos adicionales, y por lo tanto también es poco probable que el sistema financiero internacional vuelva a crecer a las tasas a las que estuvo creciendo. En realidad, durante los últimos meses de 1982, el sistema financiero internacional muestra una pequeña caída en sus cifras, en vez del crecimiento mencionado.

Como consecuencia de la recesión mundial (ya se mencionaron la paralización del crecimiento del comercio y el proteccionismo) el comercio mundial, en volumen, cayó durante 1982 en un 2.5%, y en valor unitario, en un 4%. Adviértase que hasta el año 1981 creció sostenidamente. Por su parte, las tasas de interés reales pasaron de 1 a 2% a alrededor de 7%.

En suma, se hace cada vez más difícil exportar; se elevan las tasas reales de interés en el exterior; se deterioran las carteras bancarias internas y externas de manera que se contrae la oferta de crédito externo. Una cifra podrá ilustrar la importancia de varios de estos factores para los países latinoamericanos: si los términos del intercambio hubiesen mantenido los niveles que tuvieron en 1965-1969, y las tasas de interés no hubiesen variado del nivel promedio en 1978, el déficit de la cuenta corriente de los 18 principales países latinoamericanos no exportadores de petróleo se habría reducido desde los 25 000 millones de dólares que alcanzó a fines de 1982 a sólo 1 000 millones de dólares. Por supuesto que si los términos de intercambio y las tasas de interés hubiesen sido distintos también muchas otras cosas habrían sido diferentes. Pero este cálculo por lo menos da un orden de magnitud para apreciar la importancia de las cifras consideradas.

Este conjunto de factores hace que el nivel actual de la deuda en su forma, plazos e intereses, no sea sostenible y exija la atención preferente de los ministros de hacienda y los presidentes de bancos centrales.

VI

¿Cómo enfrentar el problema?

Un problema de la envergadura, alcance y complejidad del actual no admite soluciones simples ni rápidas. Por el contrario, requiere actuar en varios planos, y adoptar medidas cuyos efectos se producirán en distintos momentos a través del tiempo. Cualquier resolución ordenada del problema de la deuda requiere, en primer lugar, adoptar ciertas medidas de emergencia que den tiempo para que actúen las de carácter más definitivo.

1. *Las acciones de emergencia*a) *La renegociación de la deuda*

Muchos países iniciaron acciones destinadas a reprogramar, refinanciar o renegociar, como quiera que se le llame, los vencimientos de la deuda externa de los próximos doce o veinticuatro meses. Mediante esta acción, y de acuerdo con los acreedores, se espera reducir en los próximos uno o dos años, la carga de amortizaciones en la balanza de pagos. Se la redistribuye en el futuro, con algún período de gracia, porque se aguarda que sean más favorables las condiciones de la economía nacional y mundial en los años próximos.

Las primeras experiencias de renegociación muestran un notable incremento en los costos de la deuda renegociada. Esto se basa en el argumento de que aumentó el riesgo para el acreedor. Pero en realidad puede afirmarse que tal riesgo quizás haya disminuido, ya que las renegociaciones estuvieron acompañadas de fuertes aumentos en las garantías otorgadas por los países deudores, por exigencia de las instituciones acreedoras. Por lo demás, la opción real que tiene el acreedor no es la de obtener pago puntual o renegociar, sino más bien renegociar o no cobrar. Esto ocurre no por mala voluntad de los deudores, sino por imposibilidad material de pagar en la forma originalmente convenida. El costo inicial del crédito ya incluía una cierta 'prima de riesgo', de acuerdo con las condiciones normales del mercado crediticio. Por tanto, cuando el riesgo se materializa, debería recurrirse a dicha prima ya pagada, y no a recargar el costo del

crédito con diferenciales ('spreads') aumentados, pagos adicionales fijos, etc.

La renegociación llevará a los bancos acreedores a interesarse mucho en las políticas internas del país, porque les interesa saber que tales políticas aseguran que la deuda, eventualmente, pueda abonarse en sus términos normales y con puntualidad. Aquí es donde aparecen las restricciones reales de las políticas internas cuando la deuda es elevada, como antes se ha mencionado. Vale la pena agregar que, en las relaciones entre deudor y acreedor, cuando aquél no puede pagar normalmente se llega a un arreglo que alivia el peso de la deuda para el deudor, compartiendo el problema con el acreedor. En las circunstancias actuales no existen mecanismos para lograr ese propósito; si bien tales mecanismos existieron en el pasado, antes de la segunda guerra mundial, cuando la mayor parte de la deuda externa tenía la forma de bonos colocados en los mercados de Londres y Nueva York. Ante dificultades del deudor, el precio de los bonos caía y aquéllos podían recomprar su deuda a una fracción de su valor; así, el peso de la deuda se distribuía entre acreedores y deudores. Las carteras bancarias no se transan fácilmente en el mercado, por lo que este mecanismo de redistribución del peso de la deuda ha desaparecido.

En suma, la renegociación es la primera acción de emergencia, pero con un llamado de atención: conviene a los acreedores tanto como a los deudores no exagerar en materia del costo de la deuda.

b) *El aumento de los recursos del Fondo Monetario y la simetría de su acción sobre acreedores y deudores*

Una segunda acción de emergencia es la expansión del Fondo Monetario Internacional, el que acaba de incrementar sus recursos normales en un 47.5%, lo que significa agregar más o menos 15 000 millones de dólares a sus recursos prestables, aunque esta suma es insignificante comparada con la magnitud del problema. De modo que si el Fondo no actúa por otras vías, se

verá bien pronto otra vez sin recursos. Ahora bien, el Fondo Monetario es una institución absolutamente esencial en este proceso, y ha jugado, en mi opinión, un papel clave para completar o ayudar a completar las renegociaciones que se han tramitado hasta ahora. El Director Gerente del Fondo se ha empeñado personalmente en lograr que los bancos accedan a reunir los recursos adicionales necesarios para completar lo que cada país requiere para el financiamiento de sus necesidades.

Esta es una situación que pone al Fondo ante la necesidad de tomar en cuenta el hecho de que hay restricciones a las políticas que un país puede emprender para que su programa sea creíble. Aquí hay un cierto sesgo en la situación; dadas las circunstancias actuales, a mi juicio, el Fondo no está en condiciones de aplicar la misma presión sobre los países acreedores que sobre los deudores, por lo que hay un sesgo recesivo en la política del Fondo. Si éste pudiera ejercer la misma presión sobre los países acreedores, les diría que tienen que aplicar políticas expansivas para hacer crecer la economía mundial, y permitir el incremento del comercio de los países en desarrollo, y particularmente de América Latina. Si esto pudiera hacerse, el peso de ajustar la economía latinoamericana a la nueva situación sería mucho más aliviado. El Fondo Monetario, siempre desde mi punto de vista personal, necesita buscar pronto recursos adicionales, y hallar algún sistema que le permita también ejercer presión sobre los países acreedores de la misma manera que la ejerce sobre los deudores. Estimo que todavía mucho resta por hacer en ese sentido.

c) *El crecimiento de la liquidez mundial*

Cuando se revisan las cifras se observa que las reservas internacionales mundiales están disminuyendo. En el caso de América Latina sus reservas brutas menguaron en 12 000 millones de dólares, en un período de poco más de un año, y esto sin contar variaciones en el precio del oro. El mundo en su conjunto ha perdido una suma aún mayor, y sigue perdiendo, de modo que se justificaría desde todo punto de vista una importante asignación adicional de derechos especiales de giro. Estos derechos fueron creados precisamente para suplementar la liquidez internacional, cuando las restantes fuentes de liquidez no fuesen capaces de satisfacer las necesidades. Hoy

claramente no lo son, y por lo tanto hay una seria justificación, a mi juicio, para emitir derechos especiales de giro. Todavía más, el argumento que se daba para no seguir emitiéndolos era que el sistema bancario estaba creciendo tan rápidamente que podía resolver todas las necesidades de financiamiento; pero eso ya no es así. El crecimiento del sistema bancario se paralizó, de tal manera que no parece haber ningún argumento convincente que impida una asignación adicional de derechos especiales de giro.

Esto resolvería muchos problemas. En primer lugar, elevaría el nivel de la liquidez mundial apoyando la continuada expansión del comercio; en segundo lugar, tendería a redistribuir el peso del pago de la deuda ya que, en la medida en que un país recibe como 'obsequio' una cierta cantidad de recursos, está permitiéndosele transferir menos recursos reales para pagar su deuda externa. Por lo demás, el incremento de derechos especiales de giro entiendo que no requiere legislación especial en ningún país, ni en los Estados Unidos, donde ni siquiera debe ser sometido al Congreso como lo requiere el aumento de las cuotas del Fondo Monetario Internacional.

Bien vale la pena apoyar los estudios que en este momento se están encarando en el Fondo, para considerar la posibilidad de realizar una nueva asignación de derechos especiales de giro.

2. *Las soluciones a mediano plazo*

a) *En el plano nacional*

Veamos ahora las soluciones a mediano plazo y el panorama que ofrece el futuro. Las soluciones a mediano plazo requieren acciones tanto a nivel nacional, como regional e internacional.

A nivel nacional, juzgo que los años próximos verán políticas que privilegian el crecimiento de las exportaciones y de los bienes que sustituyen importaciones. Esa es una manera de asignar más recursos al sector de los llamados bienes transables y de acumular de esta manera mayores recursos para reducir, en términos relativos, la deuda. En realidad, el objetivo no necesariamente debería ser reducir el nivel de la deuda en términos absolutos, pero sí reducirlo en su importancia relativa con respecto a las exportaciones y respecto del producto nacional, que son los indicadores más comúnmente utilizados.

b) *En el plano regional*

Un segundo elemento que probablemente se verá aparecer en las políticas nacionales será la utilización, hasta donde ello sea posible, de los mercados regionales y de los acuerdos de integración regionales y subregionales. Hay aquí un campo todavía no explotado en beneficio común de todos los países. Para ello habría que fortalecer los mecanismos de cooperación regional, tanto en lo comercial como en lo financiero. Este tema es bastante conocido y ha sido estudiado por distintos organismos, de modo que no corresponde detenerse ahora a considerarlo. Además, hay evidencias de que algunos organismos subregionales están actuando en ese sentido.

En el plano regional, una mayor ampliación del Banco Interamericano de Desarrollo, de su capital ordinario y de sus fondos adicionales, sería de particular importancia. Hay algunas dificultades para ampliar el capital ordinario del Banco, y cabe esperar que esas dificultades se superen y que los países que tengan dificultades eliminen las restricciones que limitan su crecimiento.

c) *En el plano internacional*

A nivel internacional, creo que la expansión del Fondo Monetario sería un elemento extremadamente favorable, siempre que fuese una expansión muy superior a la recientemente acordada; 15 000 millones de dólares constituyen una gota de agua en medio de la dificultad financiera actual; probablemente se debería duplicar o más que duplicar la magnitud del Fondo, y sólo se ha incrementado por ahora en 47.5%.

También la expansión del Banco Mundial sería muy favorable, a condición de que el Banco Mundial elimine o deje de aplicar un principio que estuvo aplicando durante los últimos años; me refiero al "principio de la graduación", en virtud del cual a medida que el ingreso por habitante de un país se eleva, éste deja de ser elegible para obtener los préstamos del Banco.

Uno de los elementos importantes para el futuro es que cambie la composición de la canasta de pasivos externos de los países. Es decir, que en vez de tener tanta deuda de fuente privada, como ahora, haya más inversión externa y menos deuda; y relativamente más deuda de fuente oficial, y por lo tanto menos deuda de fuente priva-

da. Una composición donde haya relativamente más inversión y más deuda de fuente oficial, ofrece mucho mayor estabilidad al total de los recursos financieros, al total de la cartera de pasivos externos de los países. Los cambios en las tasas de interés ya no afectarían tanto, puesto que las deudas oficiales normalmente tienen una tasa fija. De esta manera, se alivia un problema de inestabilidad, y la inversión extranjera debería comportarse junto con el ciclo, es decir, cuando las cosas van mal en un país tampoco debería haber utilidades que girar al exterior. De modo que sean menores las remesas de utilidades de la inversión cuando las cosas están mal, y mayores cuando las cosas están bien, o puedan establecerse incentivos para que ocurra de esta manera, con lo cual se tendería a aliviar el problema del financiamiento externo en vez de complicarlo.

3. *Nuevos instrumentos de cooperación*

En general, probablemente lo que se necesita no sean nuevas instituciones, pero sí nuevos instrumentos de cooperación. En este sentido y en primer lugar desearía mencionar los sistemas cambiarios. Sería deseable que los sistemas cambiarios no flotarán tanto como ahora, y fuesen más 'viscosos', como los llamó Giscard D'Estaing o 'tutelados', como los denomina Carlos Sanguinetti. Estos dos términos tienden a expresar un sistema cambiario que no fluctúa brusca o erráticamente en el mundo, sino que tiene cierta inercia, de tal manera que esas fluctuaciones no desalienten la asignación de recursos hacia las actividades vinculadas con el comercio internacional.

En el caso de América Latina, se podría pensar en nuevos instrumentos de cooperación, como por ejemplo, en la posibilidad de establecer una unidad de cuenta común para el pago de servicios. Supongamos que los países se pongan de acuerdo para establecer una unidad de cuenta, que tenga determinada existencia física, con la cual puedan efectuar, por ejemplo sus pagos de turismo. Y que al término de cierto período estos pagos se compensen entre los países. Cada uno emitiría sus propias unidades de cuenta, y cada uno las trataría como si fueran divisas, con las mismas restricciones y regulaciones. Y al cabo de un cierto período de tres o seis meses, se podría hacer una compensación de estos recursos y sólo se pagarían las diferencias en moneda extranjera. De esta manera podría ahorrarse un volumen

realmente importante de recursos en divisas y aliviar, por consiguiente, las reservas.

Por otra parte, es necesario intercambiar información financiera; los países poco o nada saben de lo que está ocurriendo en otros. Y resulta, por ejemplo, que en un momento dado un país quiere salir al mercado con una emisión de bonos el mismo día que lo hace otro, de donde se produce una baja en el precio de los bonos y un aumento del costo para el emisor. Si hubieran intercambiado información entre ellos, simplemente se habrían puesto de acuerdo para no presentarse al mismo tiempo en el mercado. La forma como se negocia o renegocia con el exterior, también podría ser conocida por los países, de manera que lograsen, previo intercambio de información, negociar cada uno su propia situa-

ción con mejor conocimiento de las circunstancias. De este modo, alguna fórmula de intercambio de información podría ser extremadamente útil para todos. También cabe la posibilidad de pensar en llegar a los mercados externos no como bancos individuales, sino tal vez como empresas multinacionales. Ahora bien, ¿por qué no constituir empresas multinacionales en el campo financiero que puedan llegar a los mercados financieros internacionales, en vez de hacerlo como bancos individuales, como ocurre hoy, con mucho menor capital, con mucho menor respaldo y con mucho mayores riesgos porque están vinculados a la suerte de un solo país? En cambio, si son multinacionales, tendrían detrás de ellos un conjunto de países que podrían diversificar mejor el riesgo.

VII

Las perspectivas

Con todo, y juzgando la naturaleza de las soluciones posibles a corto y a mediano plazo, considero que se puede mirar al futuro y calificarlo con un concepto importante: austeridad. Tengo la impresión que, por nuestro nivel de desequilibrio, nuestro nivel de deuda, y la perspectiva de recuperación lenta de la economía mundial, nuestros países necesariamente deberán plantearse un período de austeridad. La salida de este problema no es rápida; por el contrario, es más bien lenta y difícil. Se necesita incrementar el ahorro interno, y para esto el consumo público y privado deberá sufrir, de modo que quede margen para el crecimiento de la producción en el área de los bienes transables, y aprovechar las perspectivas que pueda brindar una eventual recuperación de la economía mundial. La exigencia de eficiencia en la asignación de recursos y en la evaluación social de proyectos creo que llegará a ser hasta dolorosa. Cuando hay más dificultades en una familia, se pone mucho mayor cuidado en el uso de los recursos; otro tanto ocurre con una empresa o un país. Y esto implica una obligación y una responsabilidad no sólo gubernamental sino también de cada uno de los ciudadanos.

Finalmente, más austeridad exige también

una gran preocupación por la distribución social de la carga. La austeridad, la exigencia sin equidad, no es sostenible; se podrá mantener por seis meses o por un año, pero finalmente los países no aceptan una austeridad que sólo afecta a algunos y no a todos.

En última instancia soy optimista. América Latina ha pasado por momentos difíciles; recordemos que no es ésta la primera crisis que enfrenta la economía mundial. Hubo otra muy grande en los años treinta; aunque también es cierto que las circunstancias eran distintas, pero esa crisis dejó enseñanzas. Principió a fines de 1929; en 1939 comenzaba la guerra, y todavía la desocupación en los países industrializados era muy grande. En 1941, los Estados Unidos entraron en la guerra, y la desocupación en ese país era todavía del 14% de la fuerza de trabajo, y eso que habían pasado ya diez años. Ahora hemos aprendido algo más, tenemos otras instituciones; no serán diez años, pero el tiempo de salida de todos modos debe computarse más bien en años que en meses.

Por fortuna ya se vislumbran síntomas de recuperación de la economía mundial. No son importantes, tampoco son brillantes o dramáti-

cos, pero allí están. Las órdenes de compras en los Estados Unidos están creciendo, las existencias están bajando y alcanzaron probablemente un mínimo; la construcción de viviendas comienza a manifestar alguna recuperación. Son estos

síntomas positivos; por supuesto que no anticipan una salida fácil ni brillante, pero constituyen un estímulo para acometer una tarea inevitable de austeridad y de equidad muy necesaria para sostenernos.